الدين العام

الأثر على السوقين النقدية والمالية

د. خالد سعد زغلول حلمى
أستاذ الاقتصاد والمالية العامة
بكلية الحقوق - جامعة المنوفية

العدد ١٥٣ أول أكتوبر ٢٠٠٠

مقدمة

كتابنا هذا الشهر هو دراسة اقتصادية علمية حول قضية من أهم القضايا المطروحة علي الساحة والتى كانت محورا لكثير من المناقشات فى المحافل العلمية .. قضية الدين العام.

والدراسة التى يقدمها لنا الدكتور خالد سعد زغلول حلمى تطرح القضية من حيث اثرها علي السوقين النقدية والمالية ومن خلال تحليل علمى وثيق يطرح المؤلف مفهوم الدين العام المحلى ومحدداته وأدواته ثم ينتقل الي الاتجاهات الحديثة لادارته سواء فى الدول المتقدمة أو النامية . ومن هذه المقدمات ينتقل الي قضية الدين العام فى مصر حيث يقدم لنا تطورات عجز الموزانة العامة وكذلك الدين العام وهيكله وأخيرا آثاره على السوقين النقدى والمالي .

دراسة علمية قيمة نقدمها لكل المهتمين والمشتغلين بالقضايا الاقتصادية .

الله الموفق

رئيس التحرير

الدين عبء ثقيل وهم كبير سواء كان للفرد أو للدولة ، ولـــم تظـــهر منـــذ الحـــرب العالمية الثانية قضية اقتصادية دولية ، أثارت قلق المجتمع الدولى كله بقـــدر مـــا أثارتـــه أزمة المديونية ، وينشأ الدين العام بشقيه المحلى والخارجى بسبب الحاجة لتمويـــل عجـــز الموازنة العامة ، ويأتى عجز الموازنة مصاحباً لتوسع النفقات العامة بـــأكثر مـــن زيـــادة الإيرادات العامة ، ولقد شهدت معظم بلدان العالم هذا الوضع فى ظـــل الـــدور الإنمـــائى للدولة الذى ساد فى أعقاب الحرب العالمية الثانية حتى أواخر السبعينات .

ولقد شهدت مصر أزمات اقتصاديـــة كبيرة فترة ما قبل عـــام ١٩٧٤ (عـــام بدايـــة الانفتاح الاقتصادى) ، وذلك لعدة أسباب أهمها توجيه معظم الموارد المتاحة إلى الإنفـــاق العسكرى ، حتى تم انتصار أكتوبر العظيم ، تلا ذلك تحقيق معدلات نمو اقتصادى غـــير مسبوق خلال الفترة ٧٥ ــ ١٩٨٥ وذلك فى أعقاب انتهاج سياسة الانفتاح الاقتصـــــادى ، وبدعم خارجى متزايد فى شكل مساعدات أجنبية إلى جانب تحويلات المصريين العـــاملين فى الخارج ، فضلاً عن الاستثمار الأجنبى المباشر ، غير أن هذا النمو توقف فـــى عـــام ١٩٨٦ نتيجة للقيود التى فرضتها استراتيجية النمو القائم آنذاك ، والموجهة إلى الداخـــل ، بالإضافة إلى تباطؤ النمو الإقليمى الناتج عن هبوط أسعار النفط ، وقد ظهر نتيجة لذلـــك أوجه إختلالات فى الاقتصاد الكلى فى مصر ، إذ تفاقمت البطالة وزادت حدة الفقر وبـدأت مرحلة عدم القدرة والتوقف عن سداد أعباء المديونية الخارجية .

ولمواجهة الأوضاع الاقتصادية المتردية تبنت مصر برنامج إصلاح اقتصـــادي فـــى عام ١٩٨٧ ، واتفقت مع أعضاء نادى باريس على إعادة جدوله بعض الديـــون ، وفـــى أعقاب حرب الخليج عام ١٩٩٠ استفادت مصر مـــن شـــطب مبلـــغ ٧,١ مليـــار دولار أمريكى، تمثل ديونا عسكرية أمريكية ، ومن شطب ٦,٢ مليار دولار أمريكـــى ، تمثـــل ديونا مستحقه لدول الخليج . وحرصاً من الحكومة المصرية علـــى عـــدم زيـــادة حجـــم المديونية الخارجية مرة أخرى اتجهت إلى الاعتماد على الديون المحليـــة والتـــى أخـــذت اتجاهاً متزايداً بصفة مطردة، وتكمن خطورة الدين العام المحلى فى اســــتخدامه لتمويـــل

انفاق جار ، وتمويل عجز الموازنة العامة، مما يعنى أنه انفاق لا يقابله إنتاج مـــادى أو خدمى ، وبالتالي فإن أى زيادة فى هذا الدين سوف تعبر عن نفسها أما باللجوء إلى زيادة الاستيراد، وما يجره من عجز فى ميزان المدفوعات ، وتآكل الاحتياطيات الأجنبيـــة ، أو ارتفاع المستوى العام للأسعار ، وما يجره من تدهور لقيمه العملة الوطنية ، أو قد يـؤدى إلى حدوث هاتين الظاهرتين معاً ، فضلاً عن تأثيره على السوق المالية وما يجـــره مـــن سوء تخصيص وتوزيع الموارد .

والمتتبع لتطور الموازنة العامة للدولة يلاحظ أن حجم الدين المحلى أصبـــح يشـــكل خطراً مخيفاً خلال السنوات الماضية ، الأمر الذى يدعونا إلى دراسة ظاهرة تزايد حجـــم الدين العام المحلى فى مصر وتأثيراته المحتملة على السوقين النقدية والمالية توصلاً لسبل التعامل مع هذا الدين لتعظيم فائدته وتقلل اعبائه .

واستوجبت هذه الدراسة أن نعرض لها فى فصول ثلاثة على النحو التالى:

يتناول **الفصل الأول** الدين العام المحلى فى النظرية الاقتصادية ، وينقسم هذا الفصـــل إلى مباحث ثلاثة نتناول فى المبحث الأول الدين العام المحلى : مفهوم وأدواته ، ونتنـــاول فى المبحث الثاني الدين العام المحلى فى الفكر الاقتصادي والمالى ، ونتناول فى المبحـــث الثالث محددات الدين العام المحلى .

والفصل الثانى : يتناول الاتجاهات الحديثة لإدارة الدين العام المحلى ، وينقسم هـــذا الفصل إلى مبحثين ، نتناول فى المبحث الأول إدارة الدين العـــام المحلـــى فـــى الـــدول المتقدمة، ونتناول فى المبحث الثانى إدارة الدين العام المحلى فى الدول النامية .

والفصل الثالث : يتناول الدين العام المحلى فى مصر ، وينقسم هـــذا الفصـــل إلـــى مباحث ثلاثة نتناول فى المبحث الأول تطور عجز الموازنة العامة فـــى مصـــر ، وفـــى المبحث الثانى تطور الدين العام المحلى فى مصر وهيكلة ، وفى المبحث الثالث الآثـــار المحتملة للدين العام المحلى على السوقين النقدية والمالية .

ثم نعرض لنتائج الدراسة وأهم التوصيات والمقترحات التى تمكن الحكومة المصرية من التعامل مع الدين العام المحلى بصورة تعظم فائدته وتقلل أعبائه .

وننتهى بخاتمة تشمل خلاصة الدراسة ، وما توصلنا إليه من نتائج .

الفصل الأول

الدين العام المحلى فى النظرية الإقتصادية

تمهيد وتقسيم

يمثل الدين العام المحلى أحد المصادر الرئيسية التى تعتمد عليها الدول فـــى تغطيـــة عجز الموازنة العامة ، وتزايدت أهميته فى العصر الحديث بحيث أصبح الدين المحلـــى يستخدم للتأثير على المتغيرات الاقتصادية (النقدية والمالية) ، بغـــرض تحقيـــق أهـــداف اقتصادية واجتماعية وسوف نقسم دراستنا لهذا الفصل الى مباحث ثلاثة على النحو التالى:

المبحث الأول : الدين العام المحلى : مفهومه وأدواته .

المبحث الثانى : الدين العام المحلى فى الفكر الاقتصادى والمالى .

المبحث الثالث : محددات الدين العام المحلى .

المبحث الأول

الدين العام المحلى : مفهومه وأدواته

أولاً : مفهوم الدين العام المحلى : domestic public debt

يقصد بالدين العام المحلى تلك الأعباء المالية التى تلتزم بها الحكومة قبـــل وحـــدات اقتصادية وطنية تعمل فى السوق المحلية ، ونعنى بالحكومة هنـــا الحكومـــة المركزيـــة والوحدات المحلية والهيئات الاقتصادية والخدميه ، وغالباً ما يتكون الدين العام المحلـــى نتيجة اقتراض الحكومة من السوق المحلية وبالعملة الوطنية.وفقاً للتشريع الوطنى ، لـــذا نجد أن الدولة هى التى تفرض الشروط التى ترغب فيها ، ولا تخضع للمؤثرات الخارجية عند إصدار هذه القروض . ويمكن التمييز بين نوعين من القروض المحلية حسب طبيعـــة الوحدات الاقتصادية الدائنة ، الاقتراض الحقيقى ، والاقتراض الظـــاهرى ، الاقـــتراض الحقيقى هو اقتراض الحكومة من الأفراد والشركات والمؤسسات غير المصرفية ، مثـــل (شركات التأمين وبنوك الادخار) حيث يسلمون جزءا من قوتهم الشرائية التى يمتلكونـــها حالياً إلى الحكومة نظير التزام الحكومة بدفع تيار من الدخل فى صورة فوائد فى السنوات

القادمة ورد أصل القرض عند حلول أجل السداد (1) .

والاقتراض الظاهرى هو اقتراض الحكومة من الجهاز المصرفى (البنوك التجارية أو البنك المركزى) وفى هذه الحالة يقوم الجهاز المصرفى بخلق قوة شرائية جديدة لم تكن موجودة من قبل وتحويلها للحكومة بدون أن يترتب عليها أى استقطاع من الدخول والثروات الحالية لوحدات المجتمع (2) . ومن الطبيعى أن يترتب على خلق هذه القوة الشرائية زيادة كمية النقود ليس فقط بقيمة أصل القرض بل بمضاعفات تتوقف على قواعد النظام المصرفي فى الدولة المقترضة . ويسمى الاقتراض من الجهاز المصرفى بالقرض الظاهرى أو الصورى لتوافر عقد القرض ولكنه قرض زائف لأنه لا يعدو فى جوهره عن عملية مقنعه لزيادة كمية النقود .

والدين العام المحلى فى أى لحظة زمنية يتكون من هذين النوعين من الاقتراض (3). وتصدر الدولة مقابل هذه القروض سندات تسمى سندات الدين العام ، لذا فإن مجموع ما

---

(1) د. محمد دويدار ، دراسات فى الاقتصاد المالى ، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع ، لم يذكر سنة النشر ، صـ ٢٧٢ . وأيضاً د. عبد الله الشيخ ، مقدمة فى اقتصاديات المالية العامة ، جامعة الملك سعود ، الرياض ، السعودية ، لم يذكر سنة النشر ، صـ ٣٦٩ .

(2) انظر حول القروض وأنواعها :

د. أحمد جامع ، فن المالية العامة ، دار الفكر العربى ، القاهرة ١٩٦٤ ، صـ ٢٦٢ .

د. زين العابدين ناصر ، مبادئ المالية العامة ، مكتبه عين شمس ، القاهرة ، ١٩٩٠ ، صـ ٣١٢.
وأيضاً د. حامد عبد المجيد دراز ، مبادئ المالية العامة ، الدار الجامعية ، بيروت ١٩٨١ ، صـ ٣٦٧.

(3) يلاحظ أن القروض العامة ليست الصورة الوحيدة للديون التى تلتزم الدولة بالوفاء بها ، إذ تلتزم الدولة بالعديد من الديون والالتزامات نتيجة مباشرتها لوظائفها المختلفة ، والتعويضات التى يحكم بها عليها ، أو التى تقدرها لمن تنزع ملكيته للمنفعة العامة ، وغير هذا من صور الالتزامات ، والقروض وان اتفقت مع هذه الالتزامات فى أنها دين يقع عبؤه على الدولة مكونة فى مجموعها ما يعرف بالدين العام ، إلا أنها تختلف عنها اختلافا كبيراً من الناحية المحاسبية ، فبينما تظهر الالتزامات الأخرى فى الموازنة العامة فى باب النفقات ، نجد أن القروض العامة تسجل فى جانب الايرادات والنفقات معاً ، وأن لم يكن ذلك فى نفس الوقت ، فهى تظهر فى جانب الايرادات وقت تحصيل المبالغ المكتتب فيها ، وفى جانب النفقات عند دفع فوائدها وسداد أقساطها ، وهكذا تعتبر القروض العامة هى مجرد جزء من الدين العام . -

تم إصداره من سندات دين على الحكومة خلال الزمن مطروحاً منه ما تم سداده يسمى الدين العام Public debt .

ويختلف الدين العام المحلى عن الضريبة كمصدر من مصادر الإيرادات العامة ، حيث أن الضريبة مشاركة إجبارية من أفراد المجتمع ، أما الدين العام المحلى فهو فى الأصل اختيارى تتسلم الدولة بمقتضاه مبالغ نقدية من الوحدات الاقتصادية الوطنية بموجب عقد تلتزم بموجبه بالوفاء بأصل الدين والمزايا التى يتضمنها العقد ([1]) ، فضلا عن أن حصيلة الضرائب نهائية لا تلتزم الدولة بردها فى حين أن حصيلة الدين العام المحلى تعتبر مؤقتة ، حيث تلتزم الدولة بسداد أصل الدين والمزايا التى يتضمنها العقد ، وهناك فرق آخر بين الضريبة والدين العام المحلى يكمن فى طبيعة الموارد المقتطعة من الوحدات الاقتصادية ، فالضرائب تصيب أموال المكلفين بأشكال مختلفة ، ومن ثم فهى تؤدى إلى تخفيض إجبارى فى دخول أفراد المجتمع وثرواتهم ، وبالتالى فإن الضرائب تخفض مستوى معيشتهم ، أما الدين العام المحلى، فإن ما يقدمه الأفراد من موارد مقابل سندات الدين العام هو ما يزيد من أموالهم على حاجاتهم الأساسية ، أى من مدخراتهم .

إلا أن هناك قدر من التشابه بين الضرائب والدين العام المحلى ، حيث أن كلا منهما يعتبر مصدراً من مصادر الايرادات العامة التى تمول النفقات العامة، وكلاهما يكونان فى الغالب على شكل تدفقات نقدية ، وكذلك فإن كليهما لا يتم من قبل الحكومة إلا بعد موافقة السلطات التشريعية على تلك الإجراءات، أى أنه لا بد من صدور قانون يسمح للحكومة باستخدام كل من الضرائب والدين العام ، فضلاً على ذلك فإن الضرائب والدين العام

- لمزيد من التفصيل انظر :

د. عادل حشيش ، اقتصاديات المالية العامة ، دراسة تحليلية لاصول الفن المالى لمالية الاقتصاد العام ، مؤسسة الثقافة الجامعيه ، الإسكندرية ١٩٨٣ ، صـ ٢٥٦ .

([1]) هذا لا يمنع من وجود ديون عامة إجبارية بأن تفرض الدولة على الوحدات الاقتصادية الوطنية شراء سندات الدين العام ، ولكن هذا الأسلوب يعتبر استثناء فى معظم الحكومات المعاصرة . انظر فى ذلك : د. محمد عبد المنعم عفر ، د. أحمد فريد مصطفى ، الاقتصاد المالى الوضعى والإسلامى بين النظرية والتطبيق ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ ، صـ ٢٦٦ .

يعتبران أدوات مالية تستخدمان للتأثير على المتغيرات الاقتصادية (النقدية والمالية) بغرض تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية للدولة .

ويختلف مفهوم الدين العام المحلى عن مفهوم الدين الخاص وهو الذى يعقد بين الوحدات الاقتصادية الخاصة ، بعده أوجه ، وإن استقلال الشخصية القانونية لكل من الدائن والمدين، يمكن الدائن فى حال الدين الخاص من القيام بإدعاء قانونى ضد أصول الشخص المدين عند امتناعه عن سداد الدين ، وبالتالى يتعرض المدين لخطر الإفلاس ، أما فى حالة الدين العام المحلى ، فإن الوحدات الاقتصادية المحلية تقرض الحكومة التى تمثل المجتمع كله ، ويكون سداد مثل هذا الدين عن طريق فرض ضرائب على الوحدات الاقتصادية الموجودة فى المجتمع ، وبالتالى يكون الدائنون هم المدينين ، أى أن الوحدات الاقتصادية فى المجتمع تقرض نفسها ، لذا فإنه لا مجال لخطر الإفلاس فى حالة الدين العام المحلى ، أما فى حالة الدين العام الخارجى فإنه قد يتضمن خطر إفلاس الدولة ، لأن الدائنين أجانب ، فضلاً على ذلك فإن الدين العام المحلى له آثار اقتصادية واجتماعية تشمل كافة جوانب الحياة الاقتصادية وأهمها تأثيراته على السوقين النقدية والمالية ، فى حين أن الدين الخاص تقتصر آثاره على الوحدات الاقتصادية التى تتعامل به بصوره رئيسية.

إلا أن هناك قدر من التشابه بين الدين العام والخاص ، حيث أن الاقتراض يشكل وسيلة مقبولة لزيادة الإيرادات لكل من الوحدات الاقتصادية الخاصة والحكومات ، وذلك من أجل ضمان مزيد من القوة الشرائية دون أن يكون هناك تكلفة حالية ، لذا فإنه فى حالة التمويل بالاقتراض يكون هناك تأجيل لتكاليف الانفاق إلى فترات مقبلة ، كما يلاحظ أن الرغبة فى الاقتراض، سواء كان للحكومات أو الوحدات الاقتصادية ، تعتمد على الإنتاجية المتوقعة للإنفاق الممول بالقروض ، وعلى كيفيه توزيع الإيرادات خلال الزمن فى المستقبل ([1]) .

([1]) د. عبد الله الشيخ ، مقدمه فى اقتصاديات المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٧١ .

ثانياً : أدوات الدين العام المحلى :

سبق أن ذكرنا أن الدين العام المحلى يتكون بصفة رئيسية من خلال حصول الحكومة على قروض من السوق المحلية ، ويمكن تصنيف أدوات الدين العام المحلى على حسب طول فترة السداد لسندات الدين التى تصدرها الحكومة وهذه تأخذ عدة أشكال أهمها:([1])

١ ـ سندات الدين الحكومية Government debt bonds .

تعتبر سندات الدين الحكومية من القروض العامة طويلة الأجل ، ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين لهذه السندات : النوع الأول: سندات الادخار وهى سندات أسميه يكتتب فيها أفراد المجتمع مباشرة ، ويوضع فى هذه السندات اسم صاحبها ، وتقوم الحكومة بعمل سجل خاص لهذه السندات تدون فيه جميع المعلومات الخاصة بمالكى هذه السندات ، حيث لا تنتقل ملكية هذه السندات عن طريق بيعها فى سوق الأوراق المالية ، ولا تدفع فوائد السندات إلا لأصحابها أو من ينوب عنهم قانونيا ([2]) . وإذا رغب الفرد فى تحويل هذه السندات إلى نقود قبل انتهاء فترة السداد ، فإنه يكون لدى الحكومة جدول خصم تحدد فيها قيمة السندات ، وبالتالى تكون هذه السندات بديلاً قريباً للنقود. ويمكن أن يتعرض أصحاب هذه السندات إلى خسائر رأسمالية حقيقية ، إذا ما ساد الاقتصاد موجه من ارتفاع الأسعار ، نظراً لأن قيمة السندات النقدية تكون ثابتة ولا تتأثر بمستويات الأسعار.

النوع الثانى : السندات الحكومية طويلة الأجل وتكون فى الغالب سندات لحاملها أى لا يذكر فيها اسم مالكها ، ويعتبر حائز السند هو مالكه ، وهو الذى يحصل على فوائده ، ويكتتب فى هذه السندات الأفراد والمؤسسات ، فهى أكثر أهمية للاقتصاد من سندات الادخار ، حيث تتميز بسهولة تداولها وقلة تعقيداتها، ويستطيع حامل هذه السندات أن يحولها إلى نقود فى أى وقت يشاء عن طريق بيعها فى سوق الأوراق المالية ، ولا تقبل

([1]) د. محمد محمد البنا ، اسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية ، زهراء الشرق ، القاهرة ١٩٩٦ ، صـ ١٢٨ .

وأيضاً د. عبد الله الشيخ ، مقدمة فى اقتصاديات المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٧٧ .

([2]) انظر حول النظام القانونى لإصدار السندات الحكومية طويلة الأجل :

- Robert D. Auerbach , Money , banking , and financial Markets . (New York . Macmillan , 1982.) p. 160 .

الحكومة رد قيمة السندات قبل ميعاد استحقاقها ، كما لا تضمن قيمة هذه السندات في السوق ، إذ يمكن أن يتعرض صاحب السند إلى خسارة اذ أراد تحويل هذه السندات إلى نقود قبل ميعاد استحقاقها ، وخاصة فى الفترات التى ترتفع فيها أسعار الفائدة ومستويات الأسعار ، وبالتالى فإن هذه السندات تعتبر أقل سيولة من سندات الادخار .

٢ ـ سندات الخزانة العامة Treasury notes .

تعتبر سندات الخزانة العامة من القروض متوسطه الأجل ، وغالباً ما تتراوح فترة سدادها ما بين سنه وخمس سنوات ، وهى فى الغالب تكون سندات لحاملها ، حيث يمكن تداولها فى سوق الأوراق المالية ، وعادة ما تكون أسعار الفائدة على هذه السندات أقل من أسعار الفائدة على سندات الدين طويل الأجل ، هذا ويمكن للحكومة أن تجعل طول فترة السداد والمزايا الممنوحة لهذه السندات متباينة بما يتناسب مع حاجات ورغبات المستثمرين المختلفة سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات وبما يتفق مع حالة السيولة المحلية فى الدولة (1) .

٣ ـ أذونات الخزانة العامة Treasury bills.

تعتبر أذونات الخزانة الشكل الرئيسى للقروض قصيرة الأجل ، حيث تتروح طول فترة السداد لهذه الأذونات ما بين ٨٠ ـ ٩٠ يوماً ، وغالباً ما تلجأ الحكومة إلى هذا النوع من الاقتراض من أجل تغطية العجز المؤقت أو الموسمى فى إيرادات الخزانة ، الذى قد يرجع فى بعض الحالات إلى عدم التوافق الزمنى بين تدفقات الإيرادات العامة والنفقات العامة خلال السنة المالية وغالباً ما تباع هذه الأذونات مع الخصم على أساس معدل عائد محدد ، أى أنه إذا كانت القيمة الإسمية لأذن الخزانة تساوى ١٠٠ جنية مصرى ومعدل العائد يساوى ١٠% من القيمة الإسمية ، فإن المشترى يدفع ٩٠ جنيهاً عند الاكتتاب، وعند انتهاء فترة السداد يتسلم صاحب هذا الإذن مبلغ القيمة الإسمية وهو ١٠٠ جنيهاً . وتعتبر هذه الأذونات بديلاً قريباً للنقود متى توافرت إمكانية تحويلها إلى سيولة نقدية

---

(1) انظر حول التفرقة بين السندات الحكومية طويلة الأجل والسندات الحكومية قصيرة الأجل وآثارها على السيولة المحلية :

– David Blake , financial Market analysis , (London , New York , Mcgraw – Hill, 1990) p. 98 .

سريعة ، وبدون خسائر . وغالباً ما يكتتب فى مثل هذه القروض المؤسسات المالية مثـل البنوك التى تمتلك أرصدة نقدية فائضة عن حاجتها لفترة قصيرة من الزمـن . وتكـون أسعار الفائدة على مثل هذه القروض منخفضة . إلا أن ذلك لا يمنع أن يختلف سعر الفائدة الحقيقى عن سعر الفائدة الأسمى والمثبت على الإذن ، وذلك نتيجـة ظـروف العـرض والطلب فى الأسواق المالية ، وخاصة إذا قامت الخزانة العامة بعرض كمية كبيرة مـن هذه الأذونات ، مما يؤدى إلى خفض قيمتها ، وبالتالى يرتفع سعر الفائدة الحقيقى بـأعلى من سعر الفائدة الأسمى ، وذلك لوجود العلاقة العكسية بين سعر الفائدة وقيمة الأصل(١).

تمثل هذا الأشكال من السندات أهم أدوات الدين العام المحلى التى تطرحها الحكومات فى الأسواق النقدية والمالية ، وتشكل هيكل الدين العام المحلى .

المبحث الثانى

الدين العام المحلى فى الفكر الاقتصادى والمالى

يختلف الفكر المالى الحديث عن الفكر المالى التقليدى من حيث إمكانيـة الاعتمـاد على الدين العام المحلى كوسيلة تمويليه ، فقد كان الفكر المـالى التقليـدى (٢) يعـارض السياسـة الائتمانية العامة ، حيث لم تكن الحكومات فى الماضى تلجأ إلى عقد الديون إلا فى الحالات الاستثنائية مثل الحروب ، فقد كانت نظره التقليديون للدين العام علـى أنـها تحويل لمدخرات الأفراد إلى الاستخدام الحكومى الاستهلاكى ، ومن ثم ينتهى الأمر بنقص رأس المال المعد للاستثمار فى القطاع الخاص ، مما يخفض من حجم الإنتـاج ، نتيجـة نقص عنصر رأس المال ، ويرفع من تكاليف الإنتاج ، نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة علـى

---

(١) د. محمد محمد البنا ، أسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية ، مرجع سابق ، صـ ١٢٩ .

(٢) انظر حول تطور الفكر الاقتصادى والمالى بالنسبة للسياسة الائتمانية العامة :

د. رفعت المحجوب ، المالية العامة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٦٩ ، صـ ٣٥٧ .

د. حامد عبد المجيد دراز ، مبادئ المالية العامة ، مرجع سابق ، ١٩٨١ ، صـ ٣٢٥ ، د. عبد الله الشيخ ، اقتصاديات المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٧١ .

وأيضاً د. السيد عبد المولى ، المالية العامة ، دار الفكر العربى ، القاهرة ، ١٩٧٥ صـ ٤١٨ .

رأس المال المقترض ، وعلى هذا تعتبر الديون العامة إهداراً للمدخرات القومية الممكن استخدامها من قبل الأفراد فى أوجه إنتاجيه أفضل بالنسبة للمجتمع . ومن ثم فإن زيادة الدين العام من قبل الحكومة وإنفاقه يعتبر تدخلاً فى قرارات السوق الذى أن ترك يعمل بحرية فى ظل المنافسة الكاملة ستكون قراراته أفضل للمجتمع . هذا بالإضافة إلى ما يذكره الاقتصاديون التقليديون ، من واقع تاريخ الحكومات التى رفعت من حجم ديونها العامة أنه لم يكن هناك مؤشر جيد لحسن استخدام الموارد لديها (1) . حيث أن معظم الديون التى عقدتها الحكومات فى الماضى كانت من أجل تمويل حروب لا فائدة منها للمجتمع ، أو من أجل إنفاق استهلاكى أو ترفى لا يعود بالنفع على المجتمع .

لذلك ذهب آدم سميث (2) إلى أن الدولة يزداد نفعها بعدم تدخلها فى النشاط الإقتصادى وعدم منافستها للنشاط الخاص حيث أن استخدامها لمزيد من اصدارات الدين العام يؤدى إلى رفع أسعار الفائدة ترغيباً لاكتتاب الأفراد مما يعوق نمو الاستثمار القومى، فضلاً على أن الدين العام يزيد العبء على الميزانية العامة للدولة بما يحملها من أقساط وفوائد ، وكثيراً ما تلجأ الدولة نتيجة لها لرفع الضرائب لمواجهة الزيادة فى النفقات وشارك هيوم آدم سميث فى رأيه ، وهكذا نرى أن المدرسة التقليدية لا تبيح اللجوء إلى اصدارات الدين العام إلا فى اضيق الحدود ولتمويل بعض النفقات غير العادية وحدها كالنفقات الحربية والنفقات المنتجة والواقع أن هذا الفكر كان انعكاساً لمرحلة النمو

---

(1) وقد عارض الفكر التقليدى فى نظرتة للسياسة الائتمانية العامة جيمس ستيورات ميل والد الاقتصادى المعروف جون استيورات ميل ، والذى نادى بأن تستخدم القروض كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية فى المجتمع وكان ذلك قبل ظهور كتاب آدم سميث بثمان سنوات ، وكذلك عارض هذا الفكر والكسندر هاملتون فى سنة ١٧٨١ والذى عمل على إدارة القروض العامة لتحقيق أهداف سياسته النقدية انظر فى ذلك :

- Walter F. Stettener , " Car Dietzel , Public expenditure and the public debt in " income , employment and public policy " Essays in Honor of Alvin H. Hansen , W.W.Norton & Co . New York , 1944, pp. 276 – 299 .

نقلاً عن د. حامد عبد المجيد دراز ، مبادئ الاقتصاد المالى ، المرجع السابق ، صـ ٣٣٩ .

(2) A. E. monre , Early Economic Thought , Selection from Economic literature prior to adam smith , Harvard university press 1965 , pp. 279 – 307 .

الاقتصادى فى أوروبا الغربية والذى كان يتمثل بصفة أساسية فى تكوين الجهاز الانتاجى وانعكاساً للنظرية الاقتصادية فى تلقائية توازن التشغيل الكامل([1]) .

وبظهور نظرية كينز ([2]) التى تمثل الفكر الحديث فى التحليل الاقتصادى الكلى احتلت الديون المحلية مكاناً متميزاً فى السياسة المالية إذ تركزت على ضرورة تخلى الدولة عن حيادها القديم وضرورة التدخل لتحقيق الطلب الفعال بالمستوى الذى يحقق التشغيل الكامل ، ومعنى هذا أن تأخذ الدولة بمبدأ عجز الميزانية ويسمى بديمومة توازنها، وبذلك اعتبرت المدرسة الحديثة اللجوء إلى إصدارات الدين العام لتغطية النفقات العادية أيا كان نوعها مبرراً بهدف تحقيق التشغيل الكامل وعاملاً من عوامل النمو والتوازن الاقتصادى بالاضافة إلى أنها تستخدم كأداة لمحاربة الكساد والتضخم ، بل وأكثر من ذلك فإن المدرسة الحديثة اعتبرت الديون فى مجملها ذات دور بارز فى محاربة التخلف الاقتصادى بما يترتب على اصدارها من معالجة الجهاز الانتاجى فى البلاد المتخلفة من ضعفه وجموده .

وبناء على ذلك فضل كينز ([3]) التجاء الدولة لإصدارات الديون المحلية لمواجهة الانفاق على الاستثمار العام ، إلا أنه فرق بين نوعين من الإصدارات، النوع الأول

([1]) د. حمدية زهران ، مشكلات التمويل فى البلاد المتخلفة ـ دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٧١، صـ ٢٥٨ .

([2]) لقد وجدت النظرية الكينزية نموذجاً تطبيقا لها فى الولايات المتحدة خلال فترة الكساد الاقتصادى الكبير الذى بدأ عام ١٩٢٩ ، وفى انجلترا والمانيا فى العقد الرابع من هذا القرن الحالى ، انظر حول تطبيقات نظرية كينز :

- Richard . D. American Economic association, Readings in fiscal policy Trwin, inc. , 1955, p.102.

وأيضاً -L. R. Keein, "The Keynesian revolution" (2 nd) London Machmillan, 1970 , p. 201 .

نقلاً عن د. حامد عبدالمجيد دراز ، مبادئ المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٤٥ .

([3]) تبع كينز كثير من الاقتصاديين وأفاض الكينزيون الامريكيون على وجه الخصوص فى توضيح دور المالية العامة والسياسة المالية فى الاقتصاد القومى ، واستشهد هانسن Alvin Hansen بالتاريخ الحديث للقروض العامة من حيث مساهمة القروض فى تنمية موارد وبناء اقتصاديات دول أوروبا وأمريكا =

إصدارات يكتتب بها الأفراد ودورها لايتعدى فى رأيه عن كونها تنقل القوة الشرائية من يد الأفراد الى الدولة ، والنوع الثانى إصدارات تكتتب بها البنوك فهى تؤدى الى التوسع فى الائتمان وبذلك يتميز هذا النوع عن النوع الأول فيما يحدثه من موجه التوسع فى وسائل الدفع . ومن هذه النقطة تبدأ أهمية التفرقة بين هذين النوعين حيث أن اكتتاب الجهاز المصرفى فى البلاد النامية يترتب عليها ظهور ضغوط تضخمية ترجع الى التوسع فى وسائل الدفع بدرجة لايقوى الاقتصاد القومى على استيعابها ، بينما فى الدول المتقدمة يترتب على التوسع فى وسائل الدفع ارتفاع حجم التشغيل والانتاج .

وفيما يتعلق بمبررات الالتجاء الى اصدارات الدين العام المحلى فقد كان المبرر الاساسى يرجع الى نظرية سادت طويلاً ووجهت السياسة المالية الحكومية ألا وهى نظرية الاستهلاك الذاتى للقروض الداخلية ومفادها أن الدين المحلى يمحو نفسه بنفسه بمرور الزمن ، إستناداً الى أن العبء الحقيقى للدين يتضاءل بصفة مستمرة بسبب الزيادة المضطردة فى السكان وفى الثروة القومية وبسبب استمرار هبوط قيمة النقود ، واذا كانت هذه المبررات محل اهتمام فعلى الأقل تجد لها سنداً فى اختيار الوقت الذى يتم خلاله اطفاء اصدارات الديون أو استهلاكها .

وإذا نظرنا الى الواقع العملى لإصدار أدوات الدين العام المحلى من سندات وأذونات وبيعها الى القطاع الخاص يلاحظ أنه يمكن أن تحقق العديد من الفوائد ولكن هذا يتوقف على الظروف الاقتصادية التى تمر بها الدولة ، وتتمثل هذه الفوائد فيما يلى : (1)

= واليابان خلال القرن الحاضر ، كذلك ساهمت القروض العامة فى انشاء وتدعيم الاسواق المالية وتوفير وسائل الائتمان اللازمة مما سهل تحويل المدخرات الخاصة الى استثمارات ناجحة .

انظر حول دور الديون العامة المحلية فى التاريخ الحديث :

Alvin H. Hansean fiscal policy and Business Cyclen , W. W. Norton & Co 1941 , pp. 513 – 522 .

نقلاً عن د. حامد عبدالمجيد دراز ، مبادئ المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٤٤ .

(1) انظر حول كيفية الاستفادة من الدين العام المحلى :

I . M . F , The Coordination of domestic public debt and Monetary Management in Economie in Transiton . issue and lesson from Experience, I.M. F paper (94148) december 1994, p. 36.

وأيضاً د. عماد موسى ، ادوات الدين العام : العلاقة بين السياسة النقدية والسياسة المالية ، مذكرات المعهد العربى للتخطيط ، الكويت ، يناير ١٩٩٠ ، صـ ٦ ، ٧ .

١ ــ أن أدوات الدين العام أوراق مالية عالية السيولة ومعدومة المخاطر تقريبـــاً ولذلـــك فهى تشجع على الادخار الذى يعتبر مصدر النمو الاقتصادى .

٢ ــ لكى ينمو الاقتصاد بامكاناته المتاحة وللمحافظة على نمو الطلب الكلى فلابـــد مـــن امتصاص الحجم المتنامى من المدخرات ، فإذا لم يكـــن القطـــاع الخـــاص راغبـــاً فـــى الاقتراض وبالتالى نقص حجم الدين الخاص ، فلابد من انشاء أو زيادة حجم الدين العام ، ومن المعروف أن الطريقة التى يتم بها تحويل المدخرات الى المستثمرين هى خلق الدين.

٣ ــ تمثل أدوات الدين العام منافذ استثمارية جديدة وهى بذلك تعتـــبر تطويـــراً للســـوق المالية المحلية وعاملاً مساعداً على كبح جماح حركة رأس المال الى الخارج .

٤ ــ يمكن استعمال ادوات الدين العام أساساً لعمليات السوق المفتوحة للســـيطرة علـــى احتياطى البنوك وعرض النقد ، وهذه العمليات من أهم أدوات السياسة النقدية.

٥ ــ تمويل العجز جزئياً بالاقتراض من الداخل يوفر الى حد ما حاجزاً بين عرض النقـد المحلى والميزان التجارى وبذلك يصبح عرض النقد اقل عرضـــه للتـــأثر بـــالمتغيرات الخارجية .

وفى ضوء ماتقدم أصبح الدين العام المحلى فى العصر الحديث وفى كافة دول العالم المتقدم منه والنامى أحد المصادر الرئيسية التى تعتمد عليها هذه الدول لمواجهـــة عجـــز الموازنة العامة والتوسع فى الانفاق العام ، واداة للتحكم فى مختلف الجوانب الاقتصاديـــة وبصفة خاصة السوقين النقدية والمالية ، وهذا مايدعونا الى التعرف على اهم محـــــددات الدين العام المحلى .

المبحث الثالث

محددات الدين العام المحلى ([1])

ان سياسات الدين العام المحلى شأنها شأن أى سياسة اخرى ترتبط بحـــدود معينـــة لايجوز تجاوزها وإلا أدت الى عكس المطلوب منها والسياسة الاقراضية تحتاج الى مزيد من الحذر فى طرح اصدارات الدين العام وتحديد الزمن المناسب لاستهلاك هذا الديـــن أو خدمته .

وتحدد سياسة الدين العام المحلى بناء على هـــذا المفـــهوم اذا اســـتخدمت حصيلـــة اصدارات الدين العام لاهداف التمويل الانمائى ، وفى هذا الخصوص يتعين مراعاة ثلاث اعتبارات رئيسية فى تحديد سياسة الدين العام المحلى لاجل التمويل الانمائى وهى :

أولاً : مصدر الدين العام

من حيث مصدر الدين تتطلب السياســـة الماليـــة الرشيدة أن تتناول اصدارات الدين العام المحلى الاموال التى كانت موجهة وجهة استهلاكية عامة أو وجهة انتاجية لاتتمشـــى مع قرارات التنمية الاقتصادية ، كذلك يتعين أن تمتد هـــذه الاصـــدارات لتصـــل الـــى المكتنزات المعطلة أو غير الموظفة توظيفاً استثمارياً وذلك فى حالة عدم وصول الجـــهاز الانتاجى لمرحلة عالية من التشغيل ، اذا يؤدى اقتطاع هذه الفوائض غير المشـــغلة الـــى رفع مستوى التشغيل والانتاج دون حدوث أثار تضخمية ، وعلى العكس من ذلك لايجـوز أن يكون مصدر الدين مدخرات موظفة أو معدة للتوظف فى مشروعات انتاجية ، وهنـــا تتوقف السياسة الاقراضية على الانتاجية الحدية لرأس المال ، فـــإن امتصـــاص هـــذه الأموال فى صورة قروض داخلية لايترتب عليها انعاش جديد ولا تشغيل اضافى ، بـــل

([1]) أنظر حول محددات الدين العام :

– د. رفعت المحجوب ، المالية العامة ، مرجع سابق ، صـــ ٣٦٤ .

– د. السيد عبدالمولى ، المالية العامة ، مرجع سابق ، صـــ ٤١٢ .

ايضاً د. عبدالهادى النجار ، مبادئ الاقتصاد المالى ، مكتبة الجلاء الحديثة ، المنصورة ، ١٩٨٨ ، صـــ ٣٧٥ .

سوف يؤدى الى نوع من نقص التشغيل أو انخفاض مستواه بما يؤثر على معدل التراكم الرأسمالى ، ولكن فى بعض الاحيان تكون الاموال موظفة داخل القطاع الخاص توظيفاً لايضمن ارتفاع معدل التراكم ولذا يكون من الافضل سحبها عن طريق اصدارات جديدة للدين العام بدلاً من دفعها نحو استثمار غير منتج . (١)

والواقع أن هذه الاعتبارات تشكل جانباً هاماً فى سياسة القروض والاستثمارات الداخلية فى الدول النامية ولذلك يتوقف نجاح سحب رؤوس الأموال من المساهمة فى القطاعات غير المنتجة على مدى تناسق السياسة الاقراضية مع استجابة الأفراد للمساهمة فى اكتتابات الدين العام ولاتقتصر حدود الدين العام على طبيعة رؤوس الأموال التى تساهم فيه وإنما تدخل اعتبارات اخرى تتعلق بمدى غزارة المصدر أو ندرته وتتمثل فى حجم الادخار المتبقى تحت تصرف المقرضين وهذا يتوقف بداهة على حجم الدخل القومى، ومستوى الضرائب ، كما يتوقف على سلوك المدخر نفسه وهو يوازن بين المنفعة وبين الامتيازات التى يحصل عليها من اصدارات الدين العام .

ولذلك يمكن القول بأن الدولة يمكن أن تحقق هدفاً مزدوجاً اذا ماقررت امتيازات واضحة لاصدارات الدين العام إذ أنها تضمن رفع الميل للادخار من جهة ورفع الميل للاقراض من جهة أخرى .

ثانياً : قدرة الاقتصاد القومى على استيعاب القروض العامة

ان الغرض الأساسى من اصدار الدين العام هو تغطية النفقات العامة ، ولذلك يجب على الدولة أن تراعى وهى بصدد تحديد المبالغ التى تريد أن تقترضها قدرة الاقتصاد القومى على استيعابها فى شكل نفقات عامة ، ومما يجعل لهذا الاعتبار اهمية خاصة هو أن الدين العام يعفى الجيل الحاضر من الضرائب ، لذلك كثيراً ما تغرى الدولة فى التوسع فيها ، لذلك يجب أن تحدد الدولة مقدار الدين فى ضوء قدرة الاقتصاد القومى على استيعاب النفقات العامة ، وهو مايتوقف على طبيعة التغيرات الاقتصادية ، وهل هى من طبيعة انكماشية ام من طبيعة توسعية . وهل تؤدى هذه النفقات العامة الى التوسع أم الى

---

(١) د. حمدية زهران ، مشكلات التمويل فى البلاد المتخلفة ، مرجع سابق ، صـ ٢٦٦.

التضخم ، ويتوقف ايضاً على طبيعة البنيان الاقتصادى ، وهل الاقتصاد القومى اقتصاد متخلف ام اقتصاد متقدم .

يذهب البعض الى ضرورة استخدام القروض العامة فى ضوء نظرية الدخل القومى، وكقاعدة عامة تظل حدود الالتجاء الى القروض العامة قائمة مادامت تؤدى الى زيادة الدخل القومى أو القضاء على التضخم وهو مايتحقق ما استمر الانفاق العام يعطى انتاجية أكبر من تلك التى يعطيها الانفاق الخاص . (1)

ثالثاً : قدرة الاقتصاد القومى على تحمل عبء الدين العام

وإستكمالاً للجوانب المتعلقة بحدود الدين فإن قدرة الدولة على اصدار الدين العام محدوده مثل قدرتها على فرض الضرائب ، فإذا كانت امكانية الدولة فى فرض الضرائب تتحدد باعتبارات متعددة فى مقدمتها الطاقة الضريبية ، والمقدرة التكليفية للاقتصاد القومى، فان مقدرة الدولة على طرح سندات الدين العام المحلى مقيدة أيضاً بالطاقة الاقتراضية والمقدرة على تحمل عبء الدين العام . وخدمة الدين العام واستهلاكه يكون اما بفائض الميزانية الذى ينشأ عادة من حصيلة الضرائب العامة أو من تخصيص حصيلة بعض الضرائب أو الايرادات العامة لخدمة استهلاك الدين العام أو من خلال فرض ضريبة استثنائية على رأس المال أو بعقد دين جبرى لاستهلاك الديون التى يحل اجلها اى عقد ديون لخدمة ديون أخرى . (2)

وقد تلجأ الدولة وهى بصدد تنفيذ مراحل التنمية الاقتصادية الى تثبيت الدين قصير الاجل أو تخصيص مبلغ سنوى معين من الموارد العينية فى الميزانية تستثمره على اساس الفائدة المركبة ، بحيث يتزايد الى حد الوفاء بالدين ، أو بزيادة الاصدار النقدى وحدوث تضخم فى الاسعار وانخفاض فى القوة الشرائية للنقود ، وقد تلجأ الدولة الى الاعتماد على دخل المشروعات الاستثمارية التى يعقد الدين لأجلها .

---

(1) لمزيد من التفصيل أنظر : د. رفعت المحجوب ، المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٦٦ .

(2) أنظر حول خدمة الدين العام المحلى واستهلاكه :

Airenman , Joshua , Guidotti. Pablo , Capital Control . Collection Cost and domestic debt, Journal of international Money and finance , 13 February 1994 . pp 41 – 45 .

وهذا يتوقف على طبيعة هذه المشروعات وسرعة العائد منها إلا أن المهم فى هـــذا الخصوص اعتباران أساسيان هما : ([1])

الأول: امكانية تحمل الميزانية لأعباء القروض وفى هذا الشأن تجرى مقارنة بين حجـــم النفقات الحكومية وايراداتها ، وقدرة هذه الايرادات على مواجهـــة النفقـــات ثـــم نـــوع الاشخاص اللذين يتحملون التمويل الجديد وطاقتهم عليه ، ولعل من المفيد فى ذلك تحديـــد مكانة المركز المالى للميزانية العامة بحيث لاتتحمل اعباء جديدة قد تضطرها فى بعـــض الاحيان الى انكار الدين أو تبديله مما قد يؤثر على عنصر الثقة فى المركز المالى للدولة. وتستهدف الدولة من هذا التوازن تحاشى اعادة توزيع الدخل بشكل خاطئ بيـــن الفقـــراء والآغنياء .

وفى بعض الاحيان قد تجد الدولة قصوراً فى حصيلة الضرائب عن سداد أو خدمـــة الدين العام بحيث تضطر لفرض ضرائب جديدة أو رفع اسعارها مما يزيـــد مـــن حجـــم الطاقة الضريبية بزيادة حجم الطاقة الاقراضية وهذا فى نظر " هانســـن " ثمـــن بخـــس" لغرض هام هو تحقيق صالح المجموع وتأمين المجتمع ضد الاختلال الاقتصادى .

الثانى: هو ضرورة تحقيق نوع مـــن التناســـب المـــالى والاقتصـــادى بيـــن القـــروض والمشروعات الانتاجية المستهدف تمويلها ، ويستدعى ذلك اجراء دراسة تقويمية لحجـــم وطاقة هذه المشروعات وآثارها الاقتصادية والاجتماعية ومدى مساهمتها فى تنمية الدخل القومى ومن الطبيعى أن يرتبط ذلك بدراسة اخرى هى الموازنة بين سعر الفائدة المصدر به القرض وعائد المشروعات الاستثمارية الممولة بها على أن تعطى أولوية بحيث تجعل استهلاك القرض يبدأ من الوقت الذى تغل فيه المشروعات عوائدها منعاً لارهاق الاقتصاد القومى ، ولاشك أن مراعاة هذه المحددات عند اصدار الدين العام المحلى لها أبلغ الأثـــر فى حسن ادارته وتعظم فائدته وتقليل أعباءه .

([1]) - Hansen : Economie issues of 1960 , new york, 1960, p. 112

الفصل الثانى

الاتجاهات الحديثة لإدارة الدين العام المحلى

تمهيد وتقسيم

لقد شهد عقد الثمانينات وأول عقد التسعينات توسع سريع فى الديون العامة المحلية فى كثير من دول العالم سواء المتقدم منه والنامى ويرجع ذلك لظهور عجز مستديم فى ميزانيات هذه الدول ، الأمر الذى أدى إلى زيادة حجم السندات الحكومية ، بل يمكن القول أن السندات الحكومية أصبحت تمثل العمود الفقرى لاسواق السندات العالمية ، وتتجاوز مبيعاتها الإجمالية المبيعات فى أى من الأسواق المالية الأخرى بكثير (١) . باستثناء سوق الصرف الأجنبى العالمية ، وقد شهدت أسواق السندات الحكومية فى السنوات الأخيرة تغييرات جذرية وغير مألوفة .

وسوف نقسم دراستنا لهذا الفصل الى مبحثين على النحو التالى :

المبحث الأول : ادارة الدين العام المحلى فى الدول المتقدمة .

المبحث الثانى : ادارة الدين العام المحلى فى الدول النامية .

المبحث الأول

إدارة الدين العام المحلى فى الدول المتقدمة

تشير إحصاءات صندوق النقد الدولي إلى ان غالبية الدول الصناعية الرئيسية زادت نسبة الديون الحكومية بها إلى الناتج المحلى الإجمالى زيادة كبيرة منذ عام ١٩٨٠ (٢) ،

---

(١) - James A. Maxwell and richiard Aronson The bookings institution , washingtion , D.C.1977 3ed . Apaper presented by " King john " state and Local debt " chapter 9,p. 191 .

انظر أيضاً : تقرير صندوق النقد الدولى ، اسواق رؤوس الأموال الدولية . قضايا التطورات والتوقعات والسياسيات ، ايلول / سبتمبر ١٩٩٤ ، صـ ١٨ .

(٢) انظر الرسم البيانى فى الشكل رقم (١) الذى يوضح التوسع السريع فى الديون الحكومية كنسبة مئوية من الناتج المحلى الإجمالى فى كل من الولايات المتحدة الأمريكية ، واليابان والمانيا ، وفرنسا ، والمملكة المتحدة .

في الوقت نفسه ارتفع حجم التداول في السندات الحكومية فجأة وبسرعة ، ومن ذلـــك ــ مثلا ــ أن متوسط حجم التداول في الولايات المتحدة قفز من ١٤ مليار دولار في اليـــوم في عام ١٩٨٠ إلى ١٢٠ مليار دولار في اليوم عام ١٩٩٣ (١) ، وحدثت زيادة بمثل هذه الضخامة في بلدان أخرى ، وإن كان حجم التداول في هذه البلدان مازال أقل بكثير عنـــه في الولايات المتحدة .

وإزاء هذا التوسع السريع في الديون الحكومية وارتفاع نسبته إلى النـــاتج المحلـــي الإجمالي في العديد من الدول الصناعية ، فقد حرصت هذه الدول على أن تقلل من تكلفـــة تمويل ديونها إلى الحد الأدنى ، ومع ضخامة حجم الديون فإن التخفيض القليل في تكلفـــة التمويل يعود بمنافع كبيرة ، ومن ذلك ــ مثلاً ــ أن الحكومة التي تبلغ نسبة ديونها إلـــى الناتج المحلي الإجمالي ١٠٠ في المائة توفر واحداً على عشرة من الواحد في المائة مـــن الناتج المحلي الإجمالي في كل سنه إذا ما خفضت تكاليف الفائدة بعشر نقطة مئوية (٢) .

ونظراً إلى أن مستويات الديون قد ارتفعت ، إلى جانب الضغوط الداعية إلى تخفيض تكاليف التمويل ، فقد ظهر بوضوح اعتبار هام وهو أنه لم يعد في وسع الحكومـــات أن تعتمد اعتماداً مطلقاً على المستثمرين المحليين . ويتفق هذا الاتجاه بوجـــه خـــاص مـــع ظاهرة العولمه والانفتاح المالي للداخل على الخارج وما ترتب على ذلك التخلـــص مـــن القيود المفروضة على رؤوس الأموال في بلدان شتى ، ومع كون المستثمرين المحليين لم يعودوا يمثلون سوق حكر ، ورغبة من الحكومات في تخفيض تكاليف خدمة الديون ، فقد اضطرت إلى الاتجاه نحو المستثمرين الدوليين ــ ولاســـيما المســـتثمرين المؤسســـيين ، والواقع أن تركيب جملة الديون الحكومية قد تغير تغيراً كبيراً في السنوات الأخيرة ، كمـــا

(١) انظر الجدول رقم (١) الذي يوضح الارتفاع المفاجيء والسريع في حجم التـــداول فـــي الســـندات الحكومية في الدول الصناعية الكبرى وهي الولايات المتحدة الأمريكيـــة ، اليابـــان ، المانيـــا ، فرنســـا والمملكة المتحدة .

(٢) لمزيد من التفصيل حول هذا الموضوع انظر :

- Wheeler , Graeme , Managing public debt : index – Linked bonds in Theory and practice , finance 8 development (FID) vol 35 , 3 sep 1998 , p: 53 – 54 .

يتضح من (جدول رقم ٢) ([1]) ففيما بين الدول الصناعية الكبيرة تزايدت الحيازات الدولية للديون الحكومية ، مثال ذلك كندا والمملكة المتحدة ، وبصورة خاصة ألمانيا وفرنسا .

وحرصاً من الدول الصناعية المتقدمة على تعظيم جاذبية الديون بالنسبة للمستثمرين المؤسسيين الدوليين ، فد اضطلعت بطائفة عريضة من الإصلاحات لتعزيز السيولة والشفافية فى أسواقها ، وقد اجمل تقرير عام ١٩٩٤ لصندوق النقد الدولى بشأن أسواق رؤوس الأموال الدولية الإصلاحات التى أجرتها العديد من الدول الصناعية المتقدمة ، وإن كان التقرير قد ركز على إدارة الديون الحكومية فى الدول الصناعية المتقدمة ، وسوف نتناول أهم هذه الإصلاحات بشئ من الإيجاز لمحاولة الاستفادة من هذه التجارب فى التعامل مع الدين العام المحلى فى مصر وتتمثل هذه الإصلاحات فيما يلى :

أولاً : نظام السماسرة الرئيسيين ([2]) ، حرصت عديد من الدول الصناعية بتعيين مجموعة من السماسرة بعضهم (سماسرة رئيسيين) ، وكانت الولايات المتحدة الأمريكية لها السبق فى تطبيق هذا النظام حيث طبق بها منذ فترة طويلة ثم تبنت دول كايطاليا وفرنسا والمملكة المتحدة نظماً مماثلة له فى السنوات العشر الأخيرة . والواقع أن حجم التداول فى فرنسا والمملكة المتحدة قد زاد زيادة كبيرة بعد إدخال نظام السماسرة الرئيسيين وغير ذلك من الإصلاحات فى عامى ١٩٨٦ ، ١٩٨٧ على التوالى ([3]) . ويطلب من السماسرة الرئيسيين فى جميع الدول أن يقوموا بتنشيط أسواق السندات الحكومية فى أوقات اليسر والعسر ، وهو ما يساعد على ضمان قدر من السيولة للديون فى الأسواق الثانوية ، أما الالتزامات الأخرى ــ والمنافع التى يحصل عليها السماسرة الرئيسيون فى مقابلها ــ فتتفاوت تفاوتاً واسعاً من دولة إلى أخرى .

([1]) انظر الجدول رقم (٢) الذى يوضح حجم التعامل فى السوق الدولية والحائزون للديون الحكومية كنسبة مئوية من حملة الديون القائمة .

([2]) للتعرف على الأسلوب الأمريكى لإدارة الدين العام المحلى انظر :

- Bohn , Henning , The behavior of U. S. public debt and deficits , Quarterly journal of Economics (QJE) vol 113 , 3 Aug 1998 , pp. 949 – 963 .

([3]) انظر الجدول رقم (١) الذى يوضح الارتفاع المفاجيء والسريع فى حجم التداول فى السندات الحكومية فى بعض الدول الصناعية المتقدمة .

ثانياً : تمويل المراكز (1) : ويقصد بذلك كأسلوب اصلاحى إقامة سوق لاتفاقات إعـــادة الشراء ، وهذه الاتفاقات هى تعاقدات لبيع السند وإعادة شرائه فى فترة لا حقـــه ، ممـــا يسمح لحامل السند بأن يقترض اموالاً نقدية بضمان السند ، وامثال هذه التعاقدات ، إلـــى جانب تسهيلات مماثلة لقروض الأوراق المالية ، تيسير على المشاركين فى السوق المالية إقامة مراكز فى السندات ــ وجزء من الجدل حول سوق اتفاقات إعادة الشراء هو أنـــها تسمح للمستثمرين بأن ينشئوا مراكز مدعمة تدعيما فائقاً بحيـــث أن المســـتثمرين ــ أن اضطروا إلى تصفيتها ، قد يساهمون فى إحداث اضطراب فى سوق السندات .

غير أن لدى الولايات المتحدة سوقاً ضخماً لاتفاقات إعادة شراء السندات الحكومية ، والمعتقد على نطاق واسع أنها تساهم فى حالة السيولة التى لا مثيل لها فى سوق ديـــون الحكومة الأمريكية .

وقد نمت أخيراً أسواق اتفاقات إعادة الشراء فى دول أخرى ، ولكن مازالت هنـــاك قيود عليها فى ألمانيا والمملكة المتحدة .

ثالثاً : اصلاحات أخرى : فضلاً عما سبق ذكره هناك بعض الاصلاحات الأخرى التـــى أجرتها الدول الصناعية وتتمثل فيما يلى (2) :

١- تركيز استحقاق الديون فى مجموعة صغيرة من الاصدارات النمطية (القياسية) .
٢- التحول إلى المزايدات عوضاً عن الإصدارات المشتركة .
٣- وضع جدول زمنى للإصدار يمكن التكهن به .
٤- إنشاء عقود آجلة بشأن الديون الحكومية (3) .

---

(1) - Anonymous , introduction : Federal debt , Treasury bulletin , Jun 1998 , pp. 19-27 .

(2) Cohrs , Thomas , domestic debt markets : Noting The differences , Central European journal Jun 1998 , pp. 1 – 3 .

(3) **انظر حول أهمية انشاء عقود أجله بشأن الديون الحكومية:**

- Christopher W. Anderson and Anil K. Makhija , deregulation , disintermediation , and agency Casts of debt : evidence from Japan . Journal of financial Economies , vol 51 , No 2 , Feb 1999 , p. 309 .

٥- إيجاد نظام أمن وكفؤ للمقاصة والتسوية يتم فيه التسليم مقابل الدفع ، ونظام للقيد في الدفاتر .

٦- التخلص من ضرائب الحجز من المنبع المفروضة على الديون الحكومية.

ويلاحظ أن قلة من الدول المتقدمة هى التى أخذت بهذه الإصلاحات جميعاً ، ولكن فى وسع هذه التدابير جميعاً أن تزيد من سيولة أسواق الديون الحكومية ، وأن تساهم فى توسيع قاعدة المستثمرين فى الدولة ، الأمر الذى يمكنها من تخفيض تكاليف خدمة ديونها، وأن تحرر الموارد لاستخدامها فى أغراض أخرى ، بما فى ذلك تخفيض حجم الديون القائمة ، ولاشك أن هذه السياسات المتبعة لإدارة الديون الحكومية فى الدول المتقدمة يمكن أن تكون مرشداً للحكومة المصرية فى السيطرة على الدين العام المحلى الذى بلغ نسبة كبيرة من الناتج المحلى الإجمالى لا يستهان بها .

المبحث الثانى

إدارة الدين العام المحلى فى الدول النامية

أولاً: تطور الدين العام المحلى فى الدول النامية

لقد شهد عقد الثمانينات ارتفاعاً حثيثاً فى الديون العامة المحلية فى الدول النامية ، ولاشك أن الكيفية التى تدار بها هذه الديون فى بلد ما هى التى تقرر مدى نجاح برامج الاصلاح الاقتصادى أو فشلها .

وتشير إحصاءات صندوق النقد الدولى ([1]) الى زيادة الديون العامة المحلية للبلدان النامية زيادة حادة ، وفيما يتعلق بالبلدان النامية الـ ١٥ التى تحمل اثقل أعباء الديون الخارجية ، وهى الارجنتين واكوادور واورجواى والبرازيل وبوليفيا وبيرو وشيلى

([1]) الدين العام المحلى فى مجموعة دول الـ ١٥ يشمل مجموع التزامات القطاع العام المجمعة والتزامات السلطات النقدية تجاه القطاع الخاص ، وتستند الأوزان الترجيحية إلى الحصص النسبية من الناتج المحلى الإجمالى بالدولار الأمريكى :

انظر تقرير صندوق النقد الدولى ، أسواق رؤوس الأموال الدولية ، مرجع سابق ، صـ ٢٠ .

والفلبيين وفنزويلا وكوت ديفوار وكولومبيا والمغرب والمكسيك ونيجيريا ويوغوسلافيا : نلاحظ ارتفاع متوسط نسبة الديون العامة المحلية ، إلى الناتج المحلى الإجمالى من ١٠ في المائه فى ١٩٨١ ــ ١٩٨٢ إلى ١٦ فى المائة فى ١٩٨٧ ــ ١٩٨٨ ، فى حين ارتفعت جملة الديون العامة من ٣٣ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى إلى ٥٤ فى المائة(١) ، وفيما يتعلق بأكبر اربعه بلدان مدينة (وهى الأرجنتين والبرازيل وفنزويلا والمكسيك) فإن متوسط الديون العامة المحلية قد زاد إلى ١٨,٥ فى المائة من الناتج المحلى الأجمالى بعدما كان ١٢ فى المائة فى نفس الفترة . (٢)

وجدير بالذكر أن الارتفاع الحاد فى الديون العامة المحلية لم يقتصر على مجموعة دول الـ ١٥ ، إذ أن هناك بلدانا نامية أخرى كثيرة شهدت ارتفاعاً حاداً فى أعباء ديونها المحلية ولاسيما فى السنوات الأخيرة .

ويرجع الارتفاع الحاد فى الديون العامة المحلية إلى زيادة الالتزامات والتوسع فى الانفاق العام الأمر الذى انعكس فى صورة اقتراض مستمر من القطاع الخاص ، هذا من الناحية الداخلية ، أما من الناحية الخارجية ، فقد زادت التزامات هذه الدول بسبب تحمل القطاع العام لجزء كبير من الديون الخارجية التى اقترضها القطاع الخاص ، وأيضاً بسبب الفوائد التى تمت جدولتها ومدفوعات استهلاك الدين ، إلا أن السبب الرئيسى للزيادة فى كل من نوعى الديون هو العجز عن أجراء تسوية مالية مناسبة عند التوقف عن الحصول على تمويل خارجى جديد ، نظراً لانخفاض إيرادات الضرائب إلى الناتج المحلى الإجمالى ، بل واتجاهها إلى التناقص فى بعض الحالات وأمام هذه الأوضاع المتردية تزايد حجم الدين العام المحلى فى هذه الدول ، وقد اقترن ذلك بزيادة حادة فى معدل التضخم مع معاناة بعض البلدان من معدلات سنوية زاد متوسطها على ٢٠٠ فى المائة ، كما أن كثير من البلدان استمرت أسعار الفائدة الحقيقية فيها سلبية ومتقلبة ، وهو

---

(١) انظر حول تقديرات حجم الدين العام المحلى فى مجموعة دول الـ ١٥ واستراتيجية إدارتها :
- World Bank Country study , Astrategy for Managin debt borrawing , and transfer under Macer-oeconomic adjustment, preper by balkind jeffre , world Bank , 1990 , p. 181 .

(٢) - World Bank Country study , op.cit , p. 181 .

تقلب زاد من الشكوك المحيطة بالتضخم ، مما أضر بالادخار والاستثمار ومعدلات نمــو الناتج المحلى ([1]).

ثانياً : كيفية إدارة الدين العام المحلى فى الدول النامية :

أوضحت إحدى الدراسات السياسات التى يجب على راسمو السياسة وضعـــها فـــى الاعتبار لتعظيم فرص النجاح فى إدارة الديون العامة المحلية فى الدول النامية وتحقيقـــا لبرامجهم المتعلقة بالاستقرار الاقتصادى ، وتمثلت هذه السياسات فى أمرين هما ([2]) :

١ ــ ربط الديون الاسمية بالأسعار

تلجأ معظم الدول إلى إصدار الدين العام المحلى بأسعار اســـمية بمعنـــى أن تكـــون مقومه بالعملة المحلية دون أن ترتبط بالمستوى العام للأسعار ، ولكن لما كـــانت قيمتـــها الحقيقية تتأثر بالتغيرات التى تطرأ على مستوى الأسعار ، فإن وجود الدين الأسمى نفســه ينطوي على عدة ملابسات بالنسبة لمن يرسمون السياسة الاقتصاديه على الصعيد الكلـــى بوجه عام ، وبالنسبة للوضع النقدى والمالى على وجه خاص .

ولعل أهم الملابسات هى إمكانية التغاضى عن التضخـــم أو التشـــجيع عليـــه ، لأن ارتفاع الأسعار يوحى ولو ظاهرياً ــ بانخفاض عبء الديون بالأسعار الحقيقية ، ولكـــن هذا الانخفاض لا يمكن أن يحدث إلا إذا كان الجمهور لا يتوقع هذا التضخم ، أما إذا كان التضخم متوقعاً ، احتاج حاملوا السندات الحكومية إلى عائد كاف يعوضهم عن الخســـارة المتوقعة الناتجة عن انخفاض القيمة الحقيقية للسندات ، بمعنى أنه من الواجب رفع أسعار الفائدة الاسمية . وعلى هذا إذا ما اعتقد راسمو السياسة أن الجمهور قد لا يكون متوقعـــاً للتضخم، فقد يغريهم هذا بالتغاضى عن آثاره السلبية .

([1]) - Cohrs , Thomas , domestic debt markets , op. cit, p. 3 .

([2]) دراسة قدمها كل من Pablo Guidotti and Manmohan S. Kumar , عن إدارة الديـــون الحكوميـــة الداخلية ، مجلة التمويل والتنمية تصدر عن صندوق النقد الدولى والبنك الدولـــى للإنشـــاء والتعمـــير ، سبتمبر ٩٢ ، صـــ ١١ ، ١٢ .

ويمكن لراسموا السياسة التخلص من إغراء التضخم أو تقليصه من خلال ربط الدين العام بالمستوى العام للأسعار ، بمعنى ربط قيمة العملة المحلية للدين الأصلي بالرقم القياسي لأسعار المواد الاستهلاكية مثلاً أو ربطه بسعر الصرف أو بكليهما ، ومن شأن هذا أن يعمل على المحافظة على القيمة الحقيقية لأصل الدين ، وإن يحطم الصلة بين التضخم والديون العامة المحلية، كما يقلل من التوقعات التضخمية وتضطر الحكومة إلى وضع سياسة التزام مسبق (وهى صيغة الربط نفسها) غير أن ربط الديون بالأسعار ينبغى أن يستخدم بحذر لسببين :

الأول : لأن أى عملية تلطف نسبياً من الآثار السلبية للتضخم من شأنها أضعاف العزيمة على تخفيضه .

الثانى : أن ربط الديون بالمستوى العام للأسعار قد يكون إجراء غير فعال أو حتى ضاراً إذا كان التصحيح المالى غير كاف (1) .

وفيما يتعلق بسياسة مجموعة بلدان الـ ١٥ فى ربط الديون بالأسعار بين عامى ١٩٨٢ ، ١٩٩٤ ، فالحكم عليها غير واضح ، ولكن يبدو فى حالة ثلاثة من البلدان هى (أورجواى والبرازيل وشيلى) أن معظم الديون العامة المحلية (وهى فى المتوسط أكثر من ٧٥ فى المائة) تم ربطها بالأسعار ، وفى حالة اربعة بلدان (هى الأرجنتين وكولومبيا والمغرب والمكسيك) فقد تم الربط بين الديون والأسعار بنسبة قليلة لا تتجاوز ٢٥ فى المائة ، وكانت البرازيل من البلدان التى كان الربط فيها فائقاً ، ومع ذلك فإنها عانت من معدلات للتضخم شديدة الإرتفاع ، تعود إلى حد كبير إلى التصحيح المالى غير الوافى ، فى حين كان متوسط التضخم فى أورجواى وشيلى منخفضاً بنسبة كبيرة ولم تتعرض لأى تضخم مفرط ، ومن البلدان ذات الربط المنخفض الأرجنتين والمكسيك اللتان استمر فيهما التضخم المرتفع ، فى حين بلغت معدلات التضخم فى عدد من البلدان الأخرى أقل من ذلك بكثير ، وهذا ما يوضح تأثير ربط الديون الاسمية بالأسعار فى ضبط معدلات التضخم داخل الدولة واستقراره .

---

(1) انظر الدراسة التى قدمها كل من :

- Pablo Guidotte and Manmohan S. Kumar , op. cit, p. 12 .

٢ – مواعيد استحقاق الديون ([1])

والسياسة الثانية التى يجب وضعها موضع الاهتمام فى إدارة الدين العام المحلى هى مراعاة مواعيد استحقاق الديون ، أى الفترة التى ستقوم الحكومة خلالها بالوفاء بالرصيد القائم من الديون ، نظراً لأن متوسط مواعيد الاستحقاق تلعب دوراً هاماً فى الحيلولة دون حدوث " أزمة ثقة " وسبب هذا أن مواعيد الاستحقاق الأطول تقلل من الحاجة إلى إعادة التمويل على نحو متواتر . وبالنسبة لمجموعة الـ ١٥ ، فإن نسبة الديون قصيرة الأجل (التى تقل مواعيد استحقاقها عن سنة) إلى مجموع الديون فى الفترة ١٩٨٣ – ١٩٩٤ قد اتجهت نحو الارتفاع الشديد فى بلدان مثل الأرجنتين والبرازيل والمكسيك ، واتجهت إلى أن تكون اقل من ذلك بدرجة كبيرة فى أورجواى وشيلى . ثم أن إجراء تصحيح لمتوسط مواعيد الاستحقاق ينطوى – إذا ما اقترن بالأسعار – على إحتمال مساعدة التضخم على الاستقرار ، ومعنى ذلك أن إطالة متوسط مواعيد استحقاق الديون ، يمكن الحكومات من تخفيض نسبة كبيرة من معدل التضخم السنوى اللازم لتخفيض القيمة الحقيقية للديون بمقدار معين ([2]) .

ويمكن توضيح ذلك بالمثال التالى ، نقارن بين بلدين لكل منهما دين اسمى يساوى ٢٥ فى المائه من الناتج المحلى الإجمالى ، وفى حالة البلد الأول ، يستحق الدين كله فى سنة واحدة ، فى حين يستحق فى البلد الثانى فى ٣٠ سنة، فتخفيض القيمة الحقيقية للدين بنفس المقدار فى البلدين يحتاج إلى معدل تضخم يزيد عن ٢٠ فى المائة فى الحالة الأولى، ولكنه لا يحتاج إلا إلى حوالى ١ فى المائة فى السنة فى الحالة الثانية ، وسبب ذلك هو أنه فى حالة مواعيد الاستحقاق الأطول ، فإن معدلات التضخم المنخفضة يكون لها أثر تراكمى يماثل المعدلات العالية للتضخم فى فترة قصيرة للغاية .

([1]) انظر حول أهمية مراعاة مواعيد استحقاق الديون المحلية :

- I.M.F. Managen Domestic public debt , ed by Gwdotti, pablo . e, Kumar , Manmohan. S, finance and development journal , 29 sep 1992 , pp. 9 – 12 .

([2]) انظر الدراسة التى قدمها كل من :

- Pablo Gwdotti and Manmohan S. Kumar , op. cit. P. 12.

والذى يعنيه هذا بالنسبة لراسمى السياسة هو أن مواعيد الاستحقاق يمكن إطالتها أو تقصيرها بما يساعد على التحكم فى التوقعات المتعلقة بالتضخم ، ولكن القرار الخاص بمواعيد الاستحقاق ينبغى ربطه بدوره بما إذا كان البلد يختار أن يربط ديونه بالأسعار لأن هذا الإجراء أو ذاك يغير فى أثر التضخم على القيمة الحقيقية للديون .

وإذا ما أخذ بربط الديون بالأسعار ، فإن الأمر قد يقتضى مواعيد استحقاق أطول ، وسبب هذا أن التضخم ، فى ظل الربط بالأسعار ، لا يكون له تأثير فى تخفيض القيمة الحقيقية للديون . ومن هنا فإن موعد الاستحقاق الطويل ومعناه أن الحكومة لن تجد على مدى فترة طويلة من الزمن ما يغرى بالتجاوز عن التضخم لمجرد خفض قيمة الديون . أما إذا لم يؤخذ بربط الديون بالأسعار ، فإن مواعيد الاستحقاق الأقصر تكون هى الملائمة (1) .

ولاشك أن مراعاة هذه السياسات فى إدارة الدين العام المحلى لها أبلغ الأثر فى تفاعل الديون المحلية مع الوضع المالى الراهن لبلد ما ومع وضعه المرتقب مما يؤدى إلى تقليل عبء الدين المحلى وتساهم فى نجاح برامج الإصلاح الاقتصادى فى أقل فترة زمنية ممكنة . هذا عن أهم الاتجاهات الحديثة لإدارة الدين العام المحلى سواء فى الدول المتقدمة أو النامية ولعل ذلك يكون مرشداً لإدارة الدين العام المحلى فى مصر .

---

(1) - I. M. F, Managin Domestic public debt , op. cit, p. 10.

الفصل الثالث
الدين العام المحلى فى مصر

تمهيد وتقسيم

تنصرف الاتجاهات الحديثة نحو أهمية التنسيق بين إدارة الدين العام المحلـــى وإدارة النقود ، فلم يعد الدين العام المحلى أداة فعالة من أدوات السياسة الماليـــة فحســـب ، بـــل أصبح عاملاً أساسياً فى تطور النظام المالى والائتمانى باعتباره أداه هامة فى نطاق عمل كل من السياسات النقدية والمالية .

فإدارة الدين العام تتطلب التداخل بين السياسة النقدية والمالية ، فالتوسع المالى الـــذى يحدث عجزاً فى الموازنة العامة للدولة ويؤدى إلى زيادة حجم الدين العام يؤثر بالضرورة فى ظروف السوق النقدية والمالية ، الأمر الذى يمكن أن يؤثر على معـــدلات التضخـــم وأسعار الفائدة وعلى الاتجاهات الاستثمارية فى الدولة . (1)

وسوف نقسم دراستنا لهذا الفصل إلى مباحث ثلاثة على النحو التالى :

المبحث الأول: تطور عجز الموازنة العامة فى مصر .

المبحث الثانى: تطور الدين العام المحلى فى مصر وهيكلة .

المبحث الثالث: الآثار المحتملة للدين العام المحلى على السوقين النقدية والمالية .

المبحث الأول
تطور عجز الموازنة العامة فى مصر

تعتبر الموازنة العامة للدولة مرآة للأوضاع الاقتصادية السائدة بها وتحرص كافـــة الدول على تحقيق توازنها والتغلب على ما يصيبها من عجز .

---

(1) - Harry g. Johanson , Essays in Monetary Economics George , London , 1967 , pp. 58 – 61 .

وتتكون الموازنة العامة فى مصر من موازنات ثلاثة وهـــى الموازنـــة الجاريـــة ، والموازنة الاستثمارية ثم موازنة التحويلات الرأسمالية ، وغالباً مـــا تدمـــج الموازنتيـــن الأخيرتين تحت ما يسمى بالموازنة الرأسمالية .

وعادتاً ما يتم مقابلة كافـــة الاستخدامات من جارية أو رأسمالية ببنـــود تمويليـــة ، وتحدث فى كثير من الأحيان عدم كفاية الإيرادات لمواجهة الاستخدامات ، وينتج عن هذا الوضع ظهور عجز فى الموازنة العامة للدولة ، وإذا كـــان مقبـــولاً تمويـــل الموازنـــة الرأسمالية بالعجز ، فإنه من غير المقبول تمويل الموازنة الجارية بالعجز ، نظراً للآثـــار السلبية التى يمكن أن يحدثها هذا العجز وأهمها زيادة معدلات التضخم .

ويفرق عادتاً بين العجز الكلى والعجز الصافى ، فالمقصود بالعجز الكلى هى إجمالى نتائج الموازنات الجارية والرأسمالية من فائض أو عجز ، أما صافى العجز فهو العجـــز الكلى بعد إضافة ما هو متاح من مصادر التمويل المحلية وهى الأوعيـــة الادخاريـــة أو السندات الحكومية وما هو متاح من مصادر التمويل الخارجية مثـــل القـــروض والمنـــح والتسهيلات الائتمانية ويتبقى بعد ذلك جزء من العجز يتم تمويله من الجهاز المصرفـــى وهو ما يعرف بالعجز الصافى وهو عادة الرقم الذى يشار إليه عند الحديث عـــن عجـــز الموازنة ([1]) .

ويتكون الدين العام المحلى من التمويل عن طريق الجـــهاز المصرفـــى (يخصـــص لمواجهة العجز الصافى) والتمويل عن طريق غير مصرفى (الأوعية الادخارية وسندات الحكومة) .

ومن الأهمية بمكان عند ظهور عجز فى الموازنة العامة معرفة أين يكمن هذا العجز هل فى الموازنة الجارية أم الموازنة الرأسمالية ، حيث لا يشكل العجز الرأسمالي خطورة

([1]) انظر فى ذلك : عفاف على عزت ، تطور الدين العام الداخلى فى مصر ، المؤتمر العلمى الســنوى العاشر للإقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القـــاهرة ، نوفمبر ١٩٨٥ ، صـــ ٢ ، ٣ .

وأيضاً د. حمدى العنانى ، د. أمينه عز الدين عبد الله ، اقتصاديات المالية العامة ، مكتبة عين شمس القاهرة ، ١٩٩٨ ، صـــ ٢٦٣ .

على المسار الاقتصادى نظراً لأن الاستثمار المنتج يولد دخولاً يمكن من خلالـــها ســداد الدين المخصص له وفوائده ، بينما يترتب على العجز الجاري الحصول علـــى قــروض توجهه إلى أغراض استهلاكية غير منتجه ، الأمر الذى يحد من قدرة الدولة على الوفـــاء بالحاجات الأساسية للمجتمع ، وكلما زاد عجز الموازنة العامة زاد حجم الديـــن العـــام ، بينما إذا حققت الموازنة فائضاً أصبحت الفرصة مهيئه لاستهلاك جانب من الديون ومـــن ثم يقل حجم الدين العام .

وتظهر الآثار السلبية للعجز الكلى على الإقتصاد القومى من خلال زيادة نسبة العجز إلى الدخل القومى ، وهى النسبة التى تمثل فى الحقيقة طلباً زائداً لا يوازيه موارد حقيقة ، مما يؤثر سلباً على المسار الاقتصادى ممثلاً فى زيادة حدة التضخم .

وباستقراء أرقام الموازنة العامة المصريه خلال السنوات القليلة الماضية ، يتبين لنـــا أنها حققت عجزاً مستمراً فى الفترة مـــن ١٩٨٨ /١٩٨٩ إلـــى ســـنة ١٩٩٧ /١٩٩٨ ، ويلاحظ من البيانات الواردة بالجدول رقم {٣} ([1]) أن العجز فى الموازنة العامـــة كـــان يتذبذب بين الانخفاض وبين الارتفاع فى الفترة من ســـنة ١٩٨٥ /١٩٨٦ حتـــى ســـنة ١٩٩١/١٩٩٠ ، ثم أخذ حجم عجز الموازنة اتجاهاً تنازلياً منذ عام ٩١ /١٩٩٢ حتى سنة ١٩٩٨/٩٧ . فقد انخفض عجز الموازنة العامة من ١٦,٩٥١ مليون جنيـــة فـــى ســـنه ١٩٩١/١٩٩٠ بنسبة ١٠,٢% من الناتج المحلى الإجمالى إلى ٦,١٥٧ مليون جنية فـــى سنة ١٩٩٢/٩١ بنسبة٧,٧% من الناتج المحلى الإجمالى ، وأخذ يتنـــاقص حتـــى بلـــغ ٢,٩٩٦ مليون جنية فى سنة ١٩٩٦/٩٥ بنسبة ١,٣% من الناتج المحلى الإجمالى ، وبلغ ٢,٣٢٨ مليون جنية فى عام ٩٧/٩٦ بنسبة ٩, من الناتج المحلى الإجمالى ، ثـــم ارتفـــع

([1]) انظر الجدول رقم (٣) الذى يوضح عجز الموازنة العامة فـــى مصـــر خـــلال الفـــترة (٨٩/٨٨ ــ ٩٨/٩٧) .

العجز قليلا فى موازنة ١٩٩٨/٩٧ وبلغ ٢,٨٨٠ مليون جنية بنسبة ١% من الناتج المحلى الإجمالى ([1]) .

وترجع تقلبات حجم العجز فى الموازنة العامة إلى مدى العلاقة بين معدل نمو كـــل من الايرادات العامة والنفقات العامة ، ففى السنوات التى ينخفض فيها العجز فى الموازنة العامة يكون معدل النمو السنوى للإيرادات العامة أكبر من معدل النمو السنوى للنفقـــات العامة ، والعكس صحيح حيث يكون معدل النمو السنوى للإيرادات العامة أقل من معـــدل النمو السنوى للنفقات العامة فى السنوات التى يرتفع فيها العجز فى الموازنة .

ونذكر على سبيل المثال انه منذ سنة ١٩٩٢/٩١ وحتى ٩٧/ ١٩٩٨ كان معدل النمو السنوى للإيرادات العامة أكبر من معدل النمو الســنوى للنفقــات العامــة ، ففــى ســنة ١٩٩٣/٩٢ فقد بلغ النمو السنوى للإيرادات العامة ١٣% ومعدل النمو السنوى للنفقـــات العامة حوالى ١٠% ، وفى سنة ١٩٩٤/٩٣ بلغ معدل النمو السنوى للإيــرادات العامــة حوالى ١٢,٥% وبلغ معدل النمو السنوى للنفقات العامة ٧,٧ % ([2]) . أمـــا فـــى ســنة ١٩٩٥/١٩٩٤ فقد كان معدل النمو السنوى للإيرادات العامة يساوى ٦% ومعدل النمـــو السنوى للنفقات العامة يساوى حوالى ٣,٣% وفى سنة ١٩٩٥ / ١٩٩٦ كان معدل النمـو السنوى للايرادات العامة يساوى ٩,٤% ومعدل النمو السنوى للنفقـــات العامـــة يســـاوى ٩,٨% ، وفى سنة ١٩٩٧/٩٦ كان معدل النموى السنوى للإيـــرادات العامـــة يســـاوي ٩,٥%، ومعدل النمو السنوى للنفقات العامة يساوى ٤,٥% ([3]) ، وفى ســنة ١٩٩٨/٩٧

([1]) انظر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ١٩٩٨/٩٧ ، صـــ ٤٨ . انظر أيضاً الشكل رقـــم (٢) الذى يوضح الفائض الجارى ونسبة العجز الكلى إلى الناتج المحلى الإجمالى خلال الســـنوات مـــن ٩٢/٩١ إلى ٩٨/٩٧ .

([2]) انظر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ٩٦/٩٥ ، صـــ ٤٥ .

([3]) يلاحظ انخفاض معدل نمو النفقات العامة فى عام ١٩٩٧/٩٦ ، ويرجع ذلك إلى حرص الحكومـــة فى هذه المرحلة على الالتزام بترشيد الانفاق وضرورة التخلص من المخزون السلعى الراكـــد وإضافـــة حصيلة البيع إلى موازنات الوحدات الداخلية فى الموازنة (جـــهاز إدارى ــ إدارة محليـــة ــ هيئـــات خدمية) على أســـاس سعر البيع ، وتقرير حوافز تشجيعية من حصيلة البيع ، هذا بالإضافة إلى تراجع ـ

كان معدل النمو السنوى للايرادات العامة يساوى ٥،٣% . ومعدل النمو السنوى للنفقات العامة يساوى ٦% ([1]) .

ويمكن تفسير انخفاض العجز فى الموازنة العامة منذ سنة ١٩٩١ /١٩٩٢ وحتى سنة ١٩٩٨/٩٧ إلى السياسة التى اتبعتها الحكومة والممثلة فى تطبيق برنامج الاصلاح الاقتصادى ، حيث كانت السياسة المالية فى هذا البرنامج تهدف إلى تخفيض العجز فى الموازنة العامة عن طريق تخفيض النفقات العامة وزيادة الإيرادات العامة ، وتخفيض نسبة العجز فى الموأزنة إلى الناتج المحلى الإجمالى .

وبتحليل أسباب انخفاض العجز فى الموازنة العامة ، يتبين لنا أنه خلال السنوات الأخيرة ، حدث انخفاض فى بعض بنود النفقات العامة أو معدل نموها السنوى من ناحية وارتفاع معدل النمو السنوى لحصيلة الضرائب من ناحية أخرى . ويرجع انخفاض بنود النفقات العامة إلى انخفاض الفوائد المدفوعة على الدين العام ، خاصة الخارجى منه ، ففى موازنة عام ١٩٩٨/٩٧ تراجعت الفوائد المستحقة بمعدل ٣,٣% انعكاساً لانخفاض الفوائد على الدين العام المحلى بنحو ١١٨ مليون جنية ، والفوائد على الدين الخارجى بنحو ٣٩٠ مليون جنية ([2]) .

وبالرغم من زيادة الانفاق الجارى على الأجور بمعدل ١٠,٨% انعكاساً لما تقرر خلال السنة من علاوة أجتماعية لكافة العاملين بالدولة ، إلا أن إجمالى باقى بنود الانفاق الجارى ارتفع بنسبة محدودة بلغت ١,٦% فقط ، وجاءت أساساً من الزيادة فى المعاشات التى تتحملها الخزانة العامة ، والمستلزمات السلعية والخدمية ، وأعباء الدفاع ، والدعم ، ومساهمة الحكومة فى الصندوق الاجتماعى للتنمية .

= الفوائد المدفوعة على الدين الخارجى بنسبة ١٨,٤% نتيجة لاسقاط الشريحة الثالثة من الديون الخارجية وفق اتفاق نادى باريس .

انظر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ١٩٩٧/٩٦ ، صـ ٤٨ .

([1]) انظر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ١٩٩٨/٩٧ ، صـ ٤٩ ، ٥٠.

([2]) انظر المرجع السابق ، صـ ٤٩ .

وبالنسبة للإنفاق الرأسمالى فقد زاد بمعدل ١٢,٧% مقارنة بالسنة المالية السابقة ، وقد تركزت تلك الاستثمارات فى المشروعات الخاصة بالخدمات التعليمية والصحية والإسكان وكذلك البنية الأساسية وتطوير المناطق العشوائية.

ويرجع زيادة بنود الايرادات العامة فى موازنة سنة ١٩٩٨/٩٧ إلى زيادة الإيرادات الضريبية للحكومة المركزية بمعدل ٨,٥% مقارنة بالسنة المالية السابقة ، وترجع الزيادة أساساً إلى ارتفاع الحصيلة من الضرائب على السلع والخدمات ، وبدء تنفيذ تحصيل ضريبة المبيعات من المنافذ الجمركية مباشرة ، وتطوير الاجراءات التى اتخذت بشأن ضبط الحصيلة منها ، وبالرغم من نقص الإيرادات غير الضريبية بمعدل ٣,٥% عما هو محقق مقارنة بالسنة المالية السابقة . ويرجع ذلك أساساً إلى تراجع تحويلات فوائض الأرباح المحولة من أرباح هيئة البترول ، حيث انخفض بمعدل ١٨,٢% تأثراً بانخفاض الأسعار العالمية للبترول (١) .

وبالنسبة للإيرادات الرأسمالية فقد زادت بمعدل ٨.٨% عن السنه المالية السابقة وقد تمثل أغلبها فى الموارد المتاحه من التمويل الذاتى إلى جانب بعض الإيرادات الرأسمالية الأخرى .

ويلاحظ من البيانات الوارده فى الجدول رقم {٣} (٢) أن التمويل المحلى يغطى الجانب الأكبر من عجز الموازنة العامة بين حوالى ٦١% و ٨٥% فى الفترة من سنة ١٩٨٨/٨٧ حتى سنة ١٩٩٤/٩٣ ، فيما عدا سنة ١٩٩١/٩٠ ، حيث بلغت هذه النسبة ٢٠% .

وإعتباراً من موازنة سنة ٩٥/٩٤ ، حتى موازنة سنة ١٩٩٨/٩٧ ، فقد كان التمويل المحلى يفوق العجز الكلى فى الموازنة العامة وعلى سبيل المثال فقد بلغ العجز الكلى ٢٨٢٠ مليون جنية فى موازنة ٩٨/٩٧ ، وبلغ أجمالى التمويل المحلى مبلغ وقدرة ٤١٤٨ مليون جنية . وقد اعتمدت الحكومة فى تمويل العجز الكلى بالكامل على المصادر غير المصرفية التى بلغت ٦٥١٢ مليون جنية وتمثلت أساساً فى الأوعية الإدخارية والدخل

(١) انظر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ١٩٩٨/٩٧ ، صـ ٥١ ، ٥٢ .

(٢) انظر الجدول رقم (٣) الذى يوضح عجز الموازنة العامة فى مصر ووسائل تمويلها .

الحكومى من منح الالتزام للمستثمرين المحليين والاجانب فى قطاع الخدمات ، وأمكن من خلال هذه الموارد تسديد مديونيات للجهاز المصرفى بلغت ٢٣٦٤ مليون جنيـــة وايضـــاً أجراء صافى سداد للخارج بلغ ١٣٢٨ ([1]) ، ومعنى ذلك أن الحكومــــة اعتمــدت علــى القروض الحقيقية الأمر الذى كان له أكبر الأثر فى اســـتقرار معــدلات التضخــم بــل وانخفاضها من ٤,٨ فى عام ٩٧/٩٦ إلى ٣,٦ فى عام ١٩٩٨/٩٧ ([2]) .

إلا أن الارتفاع فى معدل الاعتماد على التمويل المحلى يعكس لنا خطورة زيادة حجم الدين العام المحلى فى مصر وما يترتب عليه من آثار على السوقين النقديـــة والماليـــة ، وهو ما سنوضحه فى دراستنا .

المبحث الثانى
تطور الدين العام المحلى فى مصر وهيكله

أولاً : تطور الدين العام المحلى فى مصر ([3])

لقد قفز الدين العام المحلى فى مصر قفزات كبيرة من حوالـــى ٤,٨ مليـــار جنيـــة مصرى فى عام ١٩٧٥ ، إلى حوالى ١٠.٨ مليار جنية مصرى فى عـــام ١٩٨٠ ، ثـــم أرتفع ليصل فى عام ١٩٨٥ إلى حوالى ٢٨,٢ مليار جنية مصرى([4]) ، ثم قفز مرة أخرى فى موازنة عام ١٩٩٣/٩٢ ليصل إلى ١٠٦ مليار جنية مصـــرى واستمر فى الارتفـــاع

([1]) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ١٩٩٨/٩٧ ، الملحق الإحصائى ، ملخص الموازنـــة العامة للدولة ، صـــ ١١٢ ، انظر أيضاً الجدول رقم {٤} الذى يوضح تطور الموازنة العامة فى مصـــر خلال الفترة ٩٣/٩٢ إلى ٩٧ /١٩٩٨ .

([2]) انظر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ١٩٩٨/٩٧ ، صـــ ٤٦ .

([3]) يقصد بالدين العام المحلى فى حسابات الموازنة العامة للدولة مديونية الحكومة والـــهيئات العامـــة الاقتصادية ومديونية بنك الاستثمار القومى .

([4]) البنك المركزى المصرى ، التقارير السنوية ، إعداد مختلفة .

حتى بلغ فى موازنة عام ١٩٩٨/٩٧ مبلغ قدرة ١٧٩،٩ مليار جنية مصرى ([1]) .

والمتتبع لتطور حجم الدين العام المحلى فى مصر خلال الفترة مـــن ٩٢ ـــ ١٩٩٨ كما يتضح من الجدول رقم {٥} يلاحظ الارتفاع الكبير فى حجم الدين العام المحلى سنوياً، وبمقارنة نسبة الدين العام المحلى إلى الناتج المحلى الإجمالى يتبين لنا أنه خلال موازنـــة سنة ١٩٩٣/٩٢ بلغت النسبة ٨٠% ، وارتفعت النسبة بمعدل طفيف فى موازنـــه ســنة ١٩٩٤/٩٣ حيث بلغت ٨١,٤%، وارتفعت النسبة مرة أخرى فـــى موازنـــة ١٩٩٥/٩٤ لتصل إلى ٨٥% ، ثم بلغت النسبة فى موازنة ١٩٩٦/٩٥ معدل ٨٨% ، إلا أنـــه فـــى السنتين الأخيرتين انخفضت نسبة الدين المحلى إلى الناتج المحلى الإجمالى بالرغم مـــن زيادة حجم الدين العام المحلى ، وبلغت النسبة فى موازنة ١٩٩٧/٩٦ معـــدل ٦٢,٨ % ، إلا أنها ارتفعت مرة أخرى فى موازنة ١٩٩٨/٩٧ لتصل إلى معدل ٧١% ، حيث بلـــغ الدين العام المحلى ١٧٩,٩ مليار جنية ([2]) .

ويتلاحظ لنا من الأرقام السابقة أنه على الرغم من التزايد الكبير فى حجم الدين العام المحلى نتيجة لتفاقم عجز الموازنة العامة خلال هذه الفترة ، إلا ان نســـبته إلـــى النـــاتج المحلى الإجمالى أخذت اتجاها نحو الزيادة الطفيفة خلال الفترة من سنة ٩٢ ـــ ٩٦ ، ثـــم أخذت النسبة اتجاهاً متناقصاً فى موازنة ١٩٩٧/٩٦ وهو ما يرجع إلى ارتفاع معدل نمـــو الناتج المحلى الإجمالى بالمقارنة بالسنوات السابقة ، فقد ارتفع الناتج المحلى الإجمالى من ١٥٣,٣٦٩ مليار جنية فى عام ١٩٩٦/٩٥ إلى ٢٣٩,٥٠٠ فى عام ١٩٩٧/٩٦ ([3]) وتشير آخر تقارير البنك المركزى إلى استمرار الانخفاض فى معدل التضخم خلال السنة الماليـــة ١٩٩٨/٩٧ حيث بلغ ٣,٦% مقاساً على أساس مقارنة الرقم القياسى لأسعار المســـتهلكين

([1]) انظر الجدول رقم {٥} الذى يوضح تطور حجم الدين العام المحلى ومصروفات خدمة الدين العـــام ونسبتها إلى الناتج المحلى الإجمالى والايرادات الجارية .

([2]) البنك المركزى المصرى ، التقارير السنوية ، اعداد مختلفة ، وأنظر أيضاً الجدول رقم (٥) .

([3]) انظر جدول رقم (٥) الذى يوضح تطور حجم الدين العام المحلى ومصروفات خدمة الدين ونســـبتها إلى الناتج المحلى الإجمالى ، والإيرادات الجارية .

فى شهر يونيو من كل عام مقابل ٤,٨% فى السنة المالية السابقة ، ومن جانب آخر ، بلغ معدل التضخم ٣,٨% مقابل ٦,٢% على أساس المتوسط السنوى للأرقام القياسية لأسعار المستهلكين ([1]) .

وتشير الإحصاءات إلى أن متوسط نصيب الفرد المصرى فى هذا الدين أخذت نسبته فى الارتفاع أيضاً ، فقد كان متوسط نصيب الفرد من هذا الدين ٢٥٠ جنيها عام ١٩٨١ وصل إلى ٢٦٠٠ جنيهاً طبقا للسنة المالية ١٩٩٧/٩٦، وهذا معناه أن ما يمثله الفرد من الدين العام المحلى حوالى ٦٤% عام ٨١ والآن وصل إلى ٧٨% عام ١٩٩٧ من متوسط دخل الفرد ، هذه هى حصة كل مواطن مصرى من الدين العام المحلى ([2]) .

كذلك يتضح من الجدول رقم (٥) أن مصروفات خدمة الدين العام (الفوائد فقط) بقيت نسبتها إلى الناتج المحلى الإجمالى محصورة فيما بين ٥% ، ٨% خلال الفترة محل الدراسة ، إلا أنها شكلت نسبة مرتفعة من الايرادات الضريبية بلغت نحو ٢٠ % خلال هذه الفترة مع اتجاهها للتقلب من عام إلى آخر ([3]) .

ونود أن نشير هنا أن تطور حجم الدين العام المحلى لا يجب أن يثير أية مخاوف متى كان الناتج المحلى الإجمالى فى حالة نمو مستمر ومتى كانت نسبة مصروفات خدمة الدين ثابته ، فطالما أن الوعاء الذى ستفرض عليه الضرائب الإضافية اللازمة لخدمة الدين فى حالة نمو تسمح بزيادة الإيرادات الضريبية فإن الدين العام المحلى وما يرتبه من أعباء يعتبر فى الحدود الآمنة([4]) .

([1]) انظر البنك المركزة المصرى ، التقرير السنوى عام ١٩٩٨/٩٧ ، صـ ٤٦ ، ٤٧ وأيضاً الجدول رقم (٨) الذى يوضح تطور معدلات التضخم خلال السنوات من ٩١ إلى ١٩٩٨ .

([2]) انظر د. جودة عبد الخالق ، السياسات الاقتصادية الكلية والدين الداخلى ، محاضرة القيت بالموسوم الثقافى بالجمعية المصرية للإقتصاد السياسى الإحصاء والتشريع فى ٢٩ مارس ١٩٩٨ ، والمنشورة فى مجلة الاهرام الاقتصادى ، العدد ١٥٢٨ ، الصادر فى ٢٠ ابريل ١٩٩٨ .

([3]) انظر الجدول رقم (٥) ، والذى يوضح نسبة فوائد الدين العام إلى كل من الناتج المحلى الإجمالى والايرادات الجارية .

([4]) يرى البعض أن الدين يكون فى الحدود الامنة إذا كانت معدلات خدمة الدين العام (الأقساط والفوائد) أقل من معدلات نمو الناتج المحلى . =

ولاشك أن ارتفاع معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى اعتباراً من موازنة ١٩٩٧/٩٦، قد خفف كثيراً من أعباء خدمة الدين نظراً لثبات سعر الفائدة على القروض العامة رغم ارتفاع المستوى العام للأسعار فضلاً عن ثبات القيمة التاريخية التى تحسب على أساسها الفائدة المستحقة على القروض .

ويمكن أن نرجع هذه الطفره فى حجم الدين العام المحلى إلى سببين رئيسيين :

السبب الأول : زيادة الانفاق العام بشكل ملحوظ ومتواصل منذ فترة الستينات ، أثر التدخل المتزايد للدولة فى النشاط الاقتصادى بصفة عامة ، بالإضافة إلى تزايد أثر العوامل الاجتماعية والظروف العسكرية والتزام الدولة بمسؤولية التوظيف وتوفير فرص العمل ، والحفاظ على مستوى الأجور مسايراً لمستوى الأسعار (١) ، فعلى سبيل المثال تشير الموازنة العامة لسنة ١٩٩٨/٩٧ إلى زيادة حجم الانفاق الجارى على الأجور بمعدل ١٠,٨% انعكاساً لما تقرر خلال السنة من علاوة اجتماعية لكافة العاملين بالدولة ، كما زاد حجم الانفاق الرأسمالى بمعدل ١٢,٧% بمقارنه بالسنة المالية السابقة ، وتركزت تلك الاستثمارات فى المشروعات الخاصة بالجهاز الإداري والإدارة المحلية والهيئات الخدمية والاقتصادية والتى بلغت ١٥٦٣٥ مليون جنية فى موازنة عام ١٩٩٨/٩٧ ، فضلا عن الاستثمارات فى المشروعات الخاصة بالخدمات التعليمية والصحية والإسكان وكذلك البنية الأساسية وتطوير المناطق العشوائية(٢) .

= أنظر فى ذلك :

- Evsey D. Domar, "The Burden of The debt and The national income in Readings in policy, George , London , 1990 , P.P. 482 – 85 .

وأيضاً د. محمد حاتم عبد الكريم ، الوسيط فى علم المالية العامة ، دار أبو المجد للطباعة ، القاهرة، ١٩٨٩ ، صـ ٢١٨ .

(١) عزت أحمد أحمد أبو العز ، تجربة جمهورية مصر العربية فى مجال إدارة الدين العام ، ورقة عمل منشورة فى " سياسة وإدارة الدين العام فى البلدان العربية " اصدار صندوق النقد العربى ، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل ، العدد الرابع ، من ٢٨ إلى ٣١ مارس ١٩٩٨ ، أبو ظبى ، صـ ١٥٨ .

(٢) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ١٩٩٨/٩٧ ، صـ ٤٩ ، ٥٠ .

والسبب الثانى : لزيادة حجم الدين العام المحلى هو وفره مصادر تمويل العجز المتفاقم فى الموازنة العامة للدولة ، خاصة من خلال الاقتراض المصرفى سواء عن طريق الاصدار الجديد أو الحصول على التسهيلات الائتمانية بصفة عامة ، فقد ساهم التمويل المصرفى فى تضخيم حجم الدين العام المحلى من خلال تمويل الجزء الأكبر من عجز الموازنة العامة خلال الفترة ٩٢ ــ ١٩٩٧ . فقد ارتفع حجم الائتمان المحلى المقدم للقطاع العام من حوالى ٤ مليار جنية مصرى فى عام ١٩٨٥ إلى حوالى ٣٢,٤ مليار جنية مصرى فى عام ١٩٩٧، كما ارتفع حجم الائتمان المقدم للقطاع الحكومى من حوالى ٤,٦ مليار جنية مصرى فى عام ١٩٨٥ إلى حوالى ٤٠,٣ مليار جنية مصرى فى عام ١٩٩٧[١] . ويبدو أن اللجوء إلى التمويل التضخمى اسهل من مشقة ضغط الانفاق العام أو فرض ضرائب إضافية أو زيادة أسعار بعض الضرائب القائمة أو استبعاد بعض الاعفاءات التى تزخر بها التشريعات الضريبية الحالية .

نخلص مما تقدم الى أن الاقتصاد المصرى قد عانى من العديد من الاختلالات على رأسها التوسع فى عمليات الاقتراض المصرفى ومنح التسهيلات الائتمانية مما ساعد على تضخم حجم المديونية العامة المحلية .

ولقد أدى العجز المستمر فى الموازنة العامة للدولة الى دفع البنك المركزى المصرى الى توفير التمويل اللازم عن طريق اصدارات نقدية متتالية ، وارتفاع النقد المصدر كنتيجة لذلك من ٥ر مليار جنيه مصرى عام ١٩٧٠ الى ٦,٣ مليار جنيه مصرى فى عام ١٩٨٣ ، ثم الى حوالى ٢٨,٥ مليار جنيه مصرى فى عام ١٩٩٧ [٢] .

إلا أن الحكومة فى موازنة ١٩٩٨/٩٧ قد أخذت سياسة اصلاحية فى مجال التمويل المحلى قوامها الاعتماد على التمويل غير المصرفى بصفة اساسية فى مواجهة عجز

---

(١) عزت أحمد أحمد أبو العز ، تجربة جمهورية مصر العربية فى مجال إدارة الدين العام ، مرجع سابق ، صـ ١٥٩ .

(٢) انظر المرجع السابق ، صـ ١٥٩ .

الموازنة العامة ، بل واستخدامه فى سداد مديونيات الجهاز المصرفى ، فضلاً عن سداد جزء من المديونيات الخارجية . (1)

والواقع أن اسلوب التمويل بالعجز لم يعد جديداً على الواقع الاقتصادى المعاصر وخصوصاً فى الدول النامية ، إلا أن أهم مايؤخذ على هذا الأسلوب هو صعوبة الالتزام بالاطار النظرى الذى يوضح الحدود الملائمة لعجز الموازنة وصعوبة امتصاص فائض الطلب نتيجة لضعف مرونة الجهاز الانتاجى وتخلف السوق المالى ، الأمر الذى ينتهى الى حلقة مفرغة من موجات التضخم وعجز الموازنة ويصبح اسلوب التمويل التضخمى قيداً على التنمية بدل كونه وسيلة براقة لتمويلها . (2)

ثانياً : هيكل الدين العام المحلى فى مصر

تلعب السياسة المالية دوراً هاماً ومؤثراً فى حجم الدين العام المحلى من خلال عجز أو فائض الموازنة العامة للدولة ، بينما تملك السياسة النقدية امكانيات ووسائل التأثير على مكونات الدين العام المحلى وتوزيعه فيما بين الجمهور والمؤسسات غير المصرفية والمؤسسات المصرفية ، وعلى هيكل أسعار الفائدة على القروض واجال استحقاقها .

ومن الملاحظ اتجاه الحكومة المصرية فى السنوات الأخيرة الى الاعتماد على الدين العام المحلى كمصدر رئيسى لمواجهة عجز الموازنة العامة وسداد جزء من مديونياتها الخارجية مما أدى الى تضخم حجم الدين العام المحلى ، كما أتضح لنا من دراسة تطور حجم الدين العام المحلى .

---

(1) انظر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ١٩٩٨/٩٧ ، صـ ٤٩ .

وأيضاً الجدول رقم (٤) فى هذا البحث الذى يوضح اعتماد الحكومة فى موازنة ١٩٩٨/٩٧ على التمويل المحلى غير المصرفى.

(2) د. محمد محمد البنا ، العلاقة بين السياسة المالية والسياسة النقدية فى إطار إدارة الدين العام الداخلى ، بحث مقدم للمؤتمر العلمى السنوى العاشر للإقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، نوفمبر ١٩٨٥ ، صـ ٧ .

نقلاً عن :

- A.P. Thri Lwall, inflation , saving and Growth in developing Economies , Macmillan , London , 1974 , P. 13 .

ولدراسة هيكل الدين العام المحلى فى مصر ، سوف نميز بين الجهة التى حصلـــت على الدين ومصدر الدين ومقداره واجاله من خلال التعرف على الأداة المســتخدمة فـــى الحصول عليه ، وأوجه استخدامه كلما أمكن ذلك (توافرت البيانات) .

وبصفة عامة يتكون الدين العام المحلى فى مصر من جزءين دين الحكومة والهيئات العامة الاقتصادية ودين بنك الاستثمار القومى ، وسوف نوضح هيكل مديونية كل منهما .

١ ــ هيكل مديونية الحكومة والهيئات الاقتصادية :

تمثل مديونية الحكومة والهيئات الاقتصادية الجانب الأكبر من الدين العام المحلـــى ، وتشير الاحصاءات الى زيادة هذه المديونية بصورة مطردة ، حيث بلغت مديونية الحكومة والهيئات الاقتصادية ١٥٨,٥ مليار جنيه مصرى فى نهاية شهر سبتمبر ١٩٩٧ ، بزيـــادة قدره ١٠ مليار جنيه عن نهاية يونيـــة ١٩٩٧، ومثلــت مديونيـــة الحكومـــة والـــهيئات الاقتصادية نحو ٨٨,١ % من اجمالى الدين العام المحلى والتى بلغت فى نهاية ســـبتمبر ١٩٩٧ مبلغ وقدره ١٧٩,٩ مليار جنيه [1]

وقد جاءت مكونات دين الحكومة والهيئات العامة الاقتصادية فى سبتمبر ١٩٩٧ على النحو التالى :

أ ــ المدخرات الاختيارية من الجمهور والمؤسسات غير المصرفية وبلغت قيمتـــه ٩٤,٧ مليار جنية فى سبتمبر ١٩٩٧ وكانت موزعة كالآتى [2] :

٤٤,٩ مليار جنيه قيمة صكوك وسندات (غير قابلة للتداول فى الســـوق) وتشــمل سندات على الخزانة العامة ، وسندات الاسكان ، والسندات الصادرة لزيـــادة رؤوس اموال بنوك القطاع العام التجارى ، وسندات الطاقة البديلة ، ونســـبة الـــ ٥% المجنبه من ارباح الشركات الخاضعـــة للقـــانون ٩٧ لســـنة ١٩٨٣ لشراء سندات حكومية .

٧,٢ مليار جنيه قيمة صكوك وسندات قابلة للتداول فى السوق .

٤٢,٦ مليار جنيه قيمة أذون على الخزانة .

---

(١) انظر الجدول رقم (٦) الذى يوضح هيكل الدين الحكومى المحلى خلال عام ١٩٩٨/٩٧ .

(٢) انظر الجدول السابق .

ب ــ الاقتراض من الجهاز المصرفى : قد بلغ صافى الأرصدة لدى الجهاز المصرفـــى فى سبتمبر ١٩٩٧ ([١]) ٢٥,٩ مليار جنية ، وقد انخفض صافى الأرصدة لـــدى الجـــهاز المصرفى بمقدار ٢ مليار جنية فى الفترة من يونيو ٩٧ إلى ســـبتمبر ١٩٩٧ أى بنســبة ١٤,٤ % من الدين المصرفى .

ج ــ اقتراض الحكومة والهيئات الاقتصادية من بنك الاستثمار القومي فى سبتمبر ١٩٩٧ كانت كالتالى :

٥٧,٢ مليار جنية قيمة اقتراض الحكومة من بنك الاستثمار القومى .

٣٢,٥ مليار جنية قيمة اقتراض الهيئات الاقتصادية من بنك الاستثمار القومى.

يتبين لنا من مكونات الدين العام المحلى أن الجزء القابل للتداول فى هذا الدين يقـــل عن ٥% فى المتوسط وهذا يعنى أن ٩٥% من هذا الدين غير قابل للتداول مثل (سندات الخزانة العامة وأذونات الخزانة) ، وهذا الوضع له دلالة بالنســبة لقضيـــة اداره الديـــن المحلى وعملية تقييم السياسة النقدية وما يرتبط بها من سياسات اقتصادية كلية .

وتشمل البنود التى أدت إلى زيادة المديونية الرصيد القائم للأذون على الخزانة العامة الذى ارتفع بمقدار ٩,٥ مليار جنية ليبلغ ٤٢,٦ مليار جنية فى نهايـــة ســبتمبر ١٩٩٧ ، ورصيد اقتراض الحكومة والهيئات الاقتصادية من بنك الاستثمار القومى ــ الذى ارتفـــع بمقدار ٣,٤ مليار جنية ، وهو يمثل ما تم توجيهه من الأوعية الإدخارية المختلفة لتمويـل استثمارات الجهاز الإدارى والإدارة المحلية والهيئات الخدمية والاقتصادية المدرجه فـــى موازنة السنة المالية ١٩٩٨/٩٧ حتى نهاية سبتمبر ١٩٩٧ . وكذلك سندات الطاقه البديلة التى ارتفعت بقيمة الفوائد المستحقة عليها البالغة ٠,١ مليار جنية والتـــى تضـــاف إلـــى الأصل ، أما الرصيد الدائن للحكومة والهيئات الاقتصادية لدى الجهاز المصرفـــى فقــد تراجع بنحو ٢,٠ مليار جنية ، انعكاساً لتراجع الودائع وزيادة القروض .

وفيما يتعلق بالبنود التى أدت إلى تراجع مديونية الحكومة ، فتتمثل فى بند الســـندات على الخزانة العامة التى تراجعت بما قيمته ٥,٠ مليار جنية وهى تمثـــل قيمـــة المســـدد

([١]) انظر الجدول السابق .

للبنوك التجارية عما تم استهلاكه من السندات الصادرة على الخزانة العامة لتمويل العجـز المرحل الخاص بالهيئة العامة للسلع التموينية عن سنوات سابقة ([1]) .

٢ ــ هيكل مديونية بنك الاستثمار القومى ([2])

أ ــ بلغت مديونية بنك الاستثمار القومى فى سبتمبر ١٩٩٧ بعد استبعاد مديونية الحكومة والهيئات الاقتصادية تجاهه ٢١,٤ مليار جنية بتراجع قدره نحو مليار جنية عــن نهايــة يونيو ١٩٩٧ .

ب ــ مثلت مديونية بنك الاستثمار القومى نحو ١١,٩% من اجمالى الدين العام المحلى . وهو يمثل ما استخدمه البنك من موارد الأوعيه الإدخارية المودعه لديه ، والتــى تشــمل الفوائض المحولة من صندوقى الهيئة القومية للتأمين الاجتمــاعى (صندوقــى التــأمين الاجتماعى للعاملين بالحكومة والعاملين بقطاع الأعمال العــام والخــاص) ، وحصيلــة شهادات الاستثمار بمجموعاتها الثلاث والتى يلاحظ ارتفاعها على الرغم من تراجع العائد عليها بمعدل ٥, % ليصبح ١١,٥% للمجموعة (أ) ، ١٢% للمجموعة (ب) اعتباراً مــن ١٩٩٧/٧/١ ، وما تزال شهادات الاستثمار من أكثر الأوعية الإدخارية التى يقبل عليــها الجمهور لاستقرار العائد عليها ، كما تشمل تلك الموارد أيضاً العوائد المتراكمة لشــهادات الاستثمار مجموعة (أ) ، وودائع صندوق توفــير الــبريد ، وحصيلــة ســندات التنميــة الدولاريه، ونظراً لأن موارد البنك تفوق نشاطه الإقراضى يظهر له رصيد دائــن تجــاه الجهاز المصرفى بمبلغ ٤,٨ مليار جنية فى نهاية سبتمبر ١٩٩٧ ([3]) .

ج ــ تجدر الإشارة إلى أن رصيد ما تم توجيهه لتمويل الاستثمارات العامــة للحكومــة والهيئات الاقتصادية من موارد بنك الاستثمار القومى حتى نهاية سبتمبر ١٩٩٧ بلغ مــا قيمته ٨٩,٧ مليار جنية أو ما يمثل ٨٠,٧% ، أما الباقى وقيمته ٢١,٤ مليار جنيــة فقــد استخدم فى تمويل توظيفات بنك الاستثمار القومى والتى تتمثل فى القــروض الميســرة

([1]) انظر البنك المركزى المصرى ، المجلة الاقتصادية ، المجلد الثــامن والثلاثــون ، العــدد الأول ، ١٩٩٨/٩٧ ، صــ ٣٦ ، ٣٧ وأيضاً الجدول رقم (٦) الذى يوضح هيكل الدين العام المحلى .

([2]) انظر الجدول رقم (٧) الذى يوضح هيكل مديونية بنك الاستثمار القومى خلال عام ١٩٩٧ .

([3]) انظر الجدول رقم (٧) الذى يوضح موارد بنك الاستثمار القومى .

لمشروعات الإسكان الاقتصـــادى واســتصلاح الأراضـــى والمشــروعات التصديريـــة ومشروعات المناطق الصناعية وإقراض شركات المجمعات الاستهلاكية ومساهماته فـــى الشركات والمشروعات المختلفة بالإضافة إلى إقراضه للشـــركات القابضـــة والوحـــدات التابعة لها الخاضعة وغير الخاضعة للقانون رقم ٢٠٣ لســـنة ١٩٩١ وكــذا الشـــركات المشتركة الخاصة.

وقد اتخذت عدة إجراءات خلال السنة المالية ٩٧ /١٩٩٨ بهدف إعادة هيكله الديـــن العام المحلى وتخفيضه ([1]) .

ففى جانب إعادة الهيكلة تم استهلاك السندات الصادرة على الخزانة العامة لتمويـــل العجز المرحل عن سنوات سابقة والخاص بالهيئة العامة للسلع التموينية والتـــى بلغــت قيمتها ٥,٠ مليار جنية ، حيث تم تسويتها بإصدار إذون على الخزانة العامة بقيمة اســمية ٤ مليار جنية مع سداد ما قيمته مليار جنية نقداً .

أما الإجراءات التى اتخذت بشأن تخفيض الدين المحلى الحكومى فتتمثل فى الغــــاء سندات الطاقة البديلة والتى بلغت قيمتها ٥,٤ مليار جنية فى نهاية يونيو ١٩٩٧ . وقد تــم ذلك وفقاً للمادة التاسعة من قانون ربط الموازنة العامة للدولة للســـنة الماليـــة ١٩٩٩/٩٨ رقم ٢٦ لسنة ١٩٩٨ ، والتى ألزمت الهيئة المصرية العامـــة للبــترول بــرد الســندات المذكورة لوزارة المالية مقابل قيام الأخيرة بنقل وديعة الطاقة البديلة المحتجزة لدى البنـك المركزى بالنقد الأجنبى لتصبح باسم الهيئة . وقد أكدت المادة السابعة على استمرار البنك المركزى فى استثمار تلك الوديعة وتعليتها بالعوائد المحققة عليها ، مع منع الهيئـــة مــن التصرف فيها أو فى عائدها إلا فى الأغراض المحددة بالقانون رقـــم ٤٥ لســنة ١٩٨٠ المعدل بالقانون رقم ٢١٦ لسنة ١٩٩٤ . وقد ساهمت هذه الإجراءات فى تراجع رصيـــد الصكوك والسندات بمقدار ١٠,٤ مليار جنية عن نهاية يونيو ١٩٩٧ .

وقد كان لهذه الإجراءات أثر كبير فى خفض الاقتراض العام من المصادر المصرفيه

([1]) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ١٩٩٨/٩٧ ، صـــ٢٢ .

خلال موازنة ١٩٩٨/٩٧ الأمر الذى أدى إلى خفض معدلات التضخم داخل الدولـة ، ([1]) ويعكس ذلك مدى كفاءة استغلال مصادر الاقتراض المتاحة ، إلا ان الأمر مازال يستدعى تضافر السياسات المالية والنقدية والتنسيق فيما بينهما وبين سياسة الدين العـام المحلـى للاستفادة من هذه المصادر على افضل وجه ممكن.

ومن خلال دراسة هيكل الدين العام المحلى فى مصر يتضح لنا ما يلى :

١ ــ شهدت السنوات من ٩٣/٩٢ وحتى ٩٥/٩٤ ارتفاع فى معدل الاقتراض من الأوعية الادخاريه والجمهور ، وهذا الأمر فى حد ذاته ظاهرة صحية ، يقلل من قيمتها اسـتمرار نمو الاقتراض من الجهاز المصرفى فى بعض السنوات . بينما شـهدت السـنوات مـن ٩٦/٩٥ و ٩٧/٩٦ ارتفاع فى معدل الاقتراض المصرفى بالنسبة للاقـتراض المحلـى ، بينما انخفض معدل الإقتراض المصرفى فى موازنة ٩٨/٩٧ ، حيث اعتمدت الحكومة فى تمويل العجز على الاقتراض من الأوعية الإدخارية بل وتمكنت من سداد جزء من الديـن العام المصرفى وجزء من الديون الخارجية ([2]) .

٢ ــ لم تأخذ نسبة الاقتراض من الجهاز المصرفى إلـى اجمـالى الاقـتراض المحلـى استقراراً وأخذت فى الارتفاع خلال موازنة سنة ٩٦/٩٥ ، ٩٧/٩٦ ، ثم انخفضت فـى موازنة سنة ٩٨/٩٧ نتيجة إعتماد الحكومة على الاقـتراض مـن الأوعيـة الإدخاريـة والجمهور ، مما كان له تأثيره على السيولة المحلية التى انخفضت من ٤٤٠٣ مليون جنية فى عام ١٩٩٧/٩٦ إلى ٣٩٨٨ مليون جنية فى عام ١٩٩٨/٩٧ ([3]) .

([1]) لقد انخفضت معدلات التضخم من ٤,٨ فى موازنة سنه ٩٧/٩٦ إلى ٣,٦ فى موازنة ٩٨/٩٧ علـى أساس مقارنة الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى شهر يونيو من كل عام ، ومن جانب آخر بلغ هـذا المعدل ٣,٨% مقابل ٦,٢% على أساس المتوسط السنوى للأرقام القياسية لأسعار المستهلكين :

انظر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ١٩٩٨/٩٧ ، صـ ٤٦، ٤٧ ، وحـول تطـور معدلات التضخم انظر الجدول رقم (٨) .

([2]) انظر الجدول رقم (٤) الذى يوضح ملخص الموازنة العامة للدولة وتطورها من عام ٩٢ إلى عـام ١٩٩٨ .

([3]) انظر الجدول رقم (٩) الذى يوضح هيكل السيولة المحلية

٣ ـــ أن من أهم حائزى الدين العام المحلى : صندوق التأمين للعـــاملين فـــى الحكومـــة وصندوق التأمين العاملين فى قطاع الأعمال العام والخاص ، هـــذان الصندوقـــان معـــاً يحوزان على ما يتراوح مابين ٤٠% و ٤٥ % من الدين العام المحلى ، وحقيقة الأمر لم يحظ هذان الصندوقان بأن يكونا فى موقع الدائن ، إنما هو نص القانون الذى يلزم بنـــك الاستثمار القومى بالحصول على ما يسمى الفائض الكمى لهذين الصندوقين بصفة مطلقـة ثم يوظف هذه الأموال فى مشروعات البنية الأساسية ومشروعات قطاع الأعمال ، ولذلك يقول البعض أن الجزء الأكبر من الدين العام المحلى هو دين داخلى بالإجبـــار وليـــس بالإختيار (١) .

٤ ـــ يتبين لنا من مكونات الدين المحلى أن الجـــزء القابل للتداول فى هذا الدين يقل عـن ٥% فى المتوسط وهذا يعنى أن ٩٥% من هذا الدين غير قابل للتداول ، وهذا الوضع لـه دلالة بالنسبة لقضية إدارة الدين المحلى وعملية تقييم السياسة النقدية وما يرتبط بها مـــن سياسات اقتصادية كلية .

٥ ـــ إذا أخذنا بالتقسيم التقليدى لهيكل الدين العام من حيث القروض المثبتـــه (طويلـة الأجل) والقروض السائره (قصيرة الأجل والمؤقته) ، نلاحظ أن القـــروض الســـائرة أصبحت تسيطر على مكونات الدين العام المحلى مع مطلع التسعينات ، الأمر الذى يؤدى إلى ارتفاع سيولة الدين العام وانعكاس ذلك على الإستقرار النقدى (٢) .

٦ ـــ من أهم ما يؤخذ على هيكل الدين العام المحلى منذ بداية التسعينات وحتى موازنـــة ١٩٩٦/٩٥ ، الإفراط الشديد فى الاعتماد على الجهاز المصرفى فى تمويل عجز الموازنة وخصوصا بالإعتماد على أذون الخزانة للإقتراض من البنك المركزى أو الحصول علـــى تسهيلات ائتمانية من البنوك التجارية ، ويرجع ذلك لسهولة وانتظام عمليـــة الاقـــتراض وإنخفاض أسعار الفائدة المدفوعة رغم ما يولده من ضغوط تضخمية وهو ما يشير ايضـــاً إلى تبعية السياسة النقدية للسياسة المالية طبقا لما تسفر عنه الموازنة العامة للدولـــة ، إلا

---

(١) أنظر فى ذلك : د. جوده عبد الخالق ، السياسات الاقتصادية الكلية والدين الداخلى ، مرجع ســـابق صـــ ١٣ .

(٢) انظر الجدول رقم (٩) الذى يوضح هيكل السيولة المحلية .

ان هذه الظاهرة بدأت تختفى مع موازنة ٩٨/٩٧ حيث اعتمدت الحكومة علـــى التمويـــل المحلى غير المصرفى بصفة رئيسية .

ومما لاشك فيه أن غياب عمليات إصدار سندات حكومية جديدة طويلة الأجـــل مـــن خلال الاكتتاب العام تمثل نقطة ضعف أساسية فى سياسة إدارة الدين العام المحلـــى فـــى مصر ولا يتوقف إصلاح ذلك على مجرد تطوير أسواق المال ورفع سعر الفـــائدة علـــى سندات الحكومة بل يجب أن يتم من خلال تنسيق دقيق بين السياســـة الماليـــة والسياســـة النقدية، وإعادة هيكله الدين العام المحلى ، من خلال إحلال السندات الحكوميـــة طويلـــة الأجل محل أذونات الخزانة .

المبحث الثالث

الآثار المحتملة للدين العام المحلى على السوقين النقدية والمالية

يلعب الدين العام المحلى دوراً هاماً ومؤثراً على السوقين النقدية والماليـــة، فـــالدين العام المحلى يمكن ان يؤثر على المعروض النقدى والسيولة العامة ، وذلك على أساس أن تقلبات الأسعار إذا كانت ترجع إلى عوامل نقديه فى جانب كبير منها إلا أنها ترتبط أيضاً بالاختلال بين الانفاق القومى والمعروض من السلع والخدمـــات (١) . ولاشـــك فـــى أن الانفاق الحكومى يمثل جانباً هاماً فى تيار الانفاق القومى ومن هنا فإن توفير جانب مـــن الأموال فى يد الحكومة عن طريق الإقتراض العام يمثل أداه فعاله للتـــاثير علـــى تيـــار الانفاق القومى وخصوصاً إذا لم يقابل ذلك تغيير معاكس فى تيار الانفاق الخاص ، فضلاً عن تأثير الدين العام المحلى على أسواق المال من خـــلال طـــرح الســـندات الحكوميـــة وتأثيرها على اتجاهات الاستثمار. ولدارسة آثار الدين العام المحلى على السوقين النقديـــة

---

(١) – Thomas F. Cargill, Money , The financial system and Monetary policy , Prentice – Hill, Englewood , 1979 , p.p. 365 .

والمالية ، سوف نتناول أولاً العلاقة بين الأسواق النقدية والمالية ، ثم نقوم بدراسة آثـــار الدين العام المحلى على السوقين النقدية والمالية([1]) .

أولاً : العلاقة بين الأسواق النقدية والمالية :

تقوم أسواق المال بشقيها النقدى والمالى بدور أساسى فى عمليات التمويل والاستثمار وتعبئة المدخرات فى الاقتصاد الوطنى ، فبينما تقوم السوق النقدية على حركة الأمـــوال قصيرة الأجل ، تقوم السوق المالية على حركة الأموال طويلة الأجل ، أى أن الفرق بيــن السوق النقدى والسوق المالى هو عنصر الزمن ([2]) . ورغم التمييز الواضح من الناحيــة النظرية والتطبيقية بين السوقين النقدى والمالى، إلا أن الممارسات الفعلية تشير إلى وهــن الخطوط الفاصلة بينهما سواء من حيث المؤسسات العاملة فى كل من السوقين أو الأدوات المتداولة فى كل منهما ، ولذلك أصبحت التفرقة غير ذى أهمية عمليـــة فـــى الاقتصـــاد المعاصر ويرجع ذلك لخمس اسباب هى ([3]) :

١ ــ أن مشكلة التمويل ككل لا ترتبط بمدة مادام النشاط الانتاجى أو التجارى هو عمليــة متجددة ومستمره من خلال الزمن ، فضلاً عن أن القروض تنتقل من نـــوع إلـــى آخــر

([1]) د. رياض الشيخ ، ميزانية الدولة ووسائل تمويل الزيادة فى الانفاق العام مع الإشارة إلـــى البـــلاد النامية ، معهد الدراسات المصرفية ، البنك المركزى المصرى ، ١٩٦٧ ، صـــ ٤٣ ــ ٥٠ .

([2]) د. محمد محمد البنا ، أسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية ، مرجع سابق ، صـــ ٢٤٧ .

([3]) انظر حول عدم أهمية التفرقة بين السوق النقدى والمالى :

د. مصطفى رشدى شيحه ، النقود والمصارف والائتمان ، دار الجامعه الجديدة للنشر ، الاسكندرية، ١٩٩٩ ، صـــ ١٦٢ وما بعدها .

وانظر حول تطور سوق المال فى مصر :

د. السيد عبد المولى ، الوجيز فى التشريعات الاقتصادية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، الطبعــة الثالثة ، ١٩٩٩ ، صـــ ٧١ وما بعدها .

وأيضاً رجاء عبد المنعم خليل ، ممدوح موسى ، السياسة النقدية فى مصر ، بحث ضمن سلســـلة بحوث صندوق النقد العربى ، معهد السياسات الاقتصادية ، تحرير على توفيق الصادق ، ابوظبى ، مايو ١٩٩٦ ، صـــ ٤٤٩ .

بمرور الوقت فالقروض طويلة الأجل مثلاً تصبح فى حكم القروض المتوسطة الأجل ثـم القصيرة الأجل كلما قرب تاريخ استحقاقها (1) .

٢ ــ أن الأدوات الممثلة للقوة الشرائية لم تعد تقتصر على الأصول السائله بطبيعتـها (نقود قانونية ونقود ودائع) فالسيولة ذات معنى متسع وتشمل كل أصل نقـدى أو مـالى يمكن أن يعتبر ممثلا لقوة شرائية معينه، وتلعب الودائع الإدخارية الآن دوراً متزايداً فـي عمليات التمويل قصير الأجل أو طويل الأجل على حد سواء .

٣ ــ وحدة مصادر التمويل ، أى أن العارضين للأموال (المدخرين) قد يختارون هـذه السوق أو الأخرى أو الأثنين معاً ، وهذا الاختيار يتوقف علـى سياسـتهم الاسـتثمارية وتفضيلهم للسيولة والعائد المتوقع .

٤ ــ ان مجال الاختيار يتسع أيضاً لطالبى التمويل ، فقد يحصل البعض ممن ينتمون إلى سوق معينة بحكم طبيعة أنشطتهم على ما يحتاجونه من مال من السوق الأخرى .

٥ ــ ان المؤسسات النقدية والمالية الوسيطة تستطيع بإمكانياتها الحالية تفادى التناقضـات بين رغبات المدخرين أو العارضين ورغبات الطالبين أو المقترضين ، وبذلك تتمكن مـن إجراء الكثير من التحويلات النقدية والمالية من سوق إلى أخرى.

وفى ضوء ذلك فمن الأفضل بدلاً من دراسة اثر الدين العام المحلى لكل سوق ولكـل علاقة على حدة ، ان نتكلم عن هذا الأثر على سوق تمويلية متسعة من خلالها تخلق قوى شرائية مختلفة مستمده من عديد من الأصوال المالية والنقدية، وتشتمل علـى العلاقـات النقدية وعلاقات راس المال ، وهى علاقات متكاملة (2).

---

(1) د. حامد دراز ، مبادىء المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٥٧ .

(2) لمزيد من التفصيل حول هذا الموضوع انظر :

د. مصطفى رشدى شيحه ، النقود والمصارف والائتمان ، مرجع سابق ، صـ ١٦٣ .

وانظر حول مكونات سوق النقود :

د. عبد الهادى النجار ، التحليل النقدى ، مكتبة الجلاء الحديثة ، النقود ، ١٩٨٩ صـ ١٢٠ ،١٢١.

ثانياً : الآثار المحتملة للدين العام المحلى على السوقين النقدية والمالية :

تختلف الآثار المحتملة للدين العام المحلى على السوقين النقدية والمالية تبعاً للمرحلة التى نأخذها فى الاعتبار ، وعلى هذا الأساس يمكن أن نميز بين ثلاث مراحل وهى:

أولاً : مرحلة الحصول على الدين (اصداره)

ثانياً : مرحلة انفاق الدين .

ثالثاً : مرحلة خدمة الدين واستهلاكه (1) .

وعلى الرغم من حدوث هذه المراحل فى وقت واحد ، إلا أننا سوف نفصل آثار الدين المحلى فى كل مرحلة . مع الإشارة إلى الآثار العامه على السوقين النقدية والمالية فى مصر .

١ ــ آثار الدين العام المحلى فى مرحلة إصداره

يذهب الفكر الاقتصادى المعاصر إلى أن آثار الدين العام المحلى فى هذه المرحلة تتوقف على مصدر الحصول على الدين ، ذلك أن الدولة قد تقترض من الأفراد أو من البيوت المالية غير البنوك التجارية ويسمى (الدين الحقيقى) أو من البنوك التجارية أو من البنك المركزى ويسمى (الدين الظاهرى) وتختلف الآثار المترتبة بحسب نوع الدين وأيضا بحسب نوع السندات المصدره .

أولاً : نوع الدين : بالنسبة للدين الحقيقى ، والذى يكتتب فيه الافراد والبيوت المالية غير البنوك يلاحظ أنه يندر أن تقتطع هذه الفئة من نفقاتهم الاستهلاكية للإكتتاب بسندات الدين العام المحلى وفى هذه الحالة يكون للدين العام وظيفة توجيهية تتعلق بأوجه الإستثمار التى يقبل الأفراد عليها وتحويلها نحو الاكتتاب بسندات الدين العام وغالباً ما يسود هذا الوضع فى حالة عدم توافر القناعة الكافيه لدى الدولة بجدوى السلوك الاستثمارى للأفراد على صعيد الاقتصاد القومى ، فإذا لم تتوافر مبررات هذه الوظيفة للدين العام فسيكون اكتتاب

---

(1) انظر فى ذلك :

د. محمد دويدار ، دراسات فى الاقتصاد المالى ، مرجع سابق ، صـ ٢٩٩ .

د. عادل حشيش ، اقتصاديات المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٢٨٣ .

وأيضاً د. على لطفى ، اقتصاديات المالية العامة ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٨٨ ، صـ ٢٢٨ .

الأفراد على حساب الإستثمار الخاص ، كذلك الحـال بالنسـبة للبيـوت الماليـة غـير المصرفية، الأمر الذى يحدث آثار انكماشية على نشاط القطاع الخاص ينعكـس آثارهـا على الاقتصاد القومى ، ولن يقلل من تلك الآثار الإنكماشية فى نشاط القطاع الخـاص إلا بترشيد الانفاق الحكومى لحصيلة اصدارات الدين العام بحيث تزيد عـن معـدل تكويـن رؤوس الأموال فى القطاع العام بالقدر الكافى لزيادة معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى .

أما بالنسبة للدين الظاهرى وهو ذلك الدين الذى يكتتب فيه كل من البنوك التجاريـة والبنك المركزى . فيلاحظ أنه فى الحالة التى يكتتب فيها البنوك التجارية فـإن النظـام المصرفى يحول قوة شرائية جديدة إلى السوق النقدية والمالية بـدون أن يـترتب عليـها استقطاع من الدخول والثروات فى المجتمع ، ومن الطبيعى ان يترتب على خلق هذه القوة الشرائية زيادة كمية النقود ليس فقط بقيمة أصل القرض بل بمضاعفات تتوقف على قواعد النظام المصرفى فى الدولة .

أما فى الحالة التى يكتتب فيها البنك المركزى فى سندات القرض ، فإنه تؤدى إلـى خلق قوة شرائية جديدة ، وغالباً ما يلجا البنك المركزى إلى إصدار نقود ورقية لتغطيـة قيمة هذا القرض الذى سيؤدى حجمه الاولى إلى زيادة الاحتياطات لدى البنوك التجاريـة التى تمكنها من إحداث زيادة متتالية فى حجم الائتمان ولذلك يسمى الاقتراض من البنـوك التجارية او البنك المركزى بالتوسع الائتمانى .

وبصفة عامة لا تختلف الآثار المترتبة على هذا القرض العام الظاهرى عن الآثـار التضخمية لزيادة كمية النقود ، ويتوقف مدى عمق هذه الآثار علـى ظـروف النشـاط الاقتصادى ، فإذا كانت الدولة لم تحقق مستوى العمالة الكاملة والتـى يتمـيز جـهازها الانتاجى بدرجة كافية من المرونة ، تتمثل هذه الآثار فى انخفاض سعر الفـائدة بحيـث يمكن استخدام هذا الانخفاض فى تشجيع الإستثمار وبالتالى زيادة الدخل القومى ([1]) .

([1]) لقد وضع الفكر المالى الحديث حدوداً للدولة عند التجائها إلى هذا المصدر (التوسـع الائتمـانى) فأوضح أنه لا يصح الالتجاء اليه إذا كان الاقتصاد القومى يتجه بطبيعته إلى التشغيل الكامل ، كما يجـب وقف التمويل بواسطته متى بلغ الاقتصاد هذه المرحلة لتفادى الآثار المترتبة على إرتفاع الأسعار : =

أما إذا كانت الدولة حققت مستوى العمالة الكاملة أو تميز جهازها الانتاجى بالجمود وعدم المرونة ، فإن مثل هذه القروض سوف تؤدى إلى دفع المستوى العام للأسعار إلى الارتفاع المستمر وإدخال الاقتصاد الوطنى فى سلسلة متصلة من الموجات التضخمية ، والتى قد تعرقل نجاح برامج التنمية الاقتصادية (١) .

نخلص مما تقدم أنه كلماً كان مصدر الدين العام الجهاز المصرفى زادت احتمالات زيادة كمية النقود فى المجتمع ومن ثم ارتفاع معدل التضخم بالمقارنة بالحصول على الدين من الأفراد والمؤسسات غير المصرفية .

ثانياً : بالنسبة لنوع السندات المصدرة

تمثل سندات الدين العام قوة شرائية ، حيث يمكن تحويل تلك السندات إلى نقود ، إلا أن ذلك التمويل لا يكون بدرجة السهولة واليسر نفسها لجميع أنواع السندات ، وكلما كانت سندات الدين العام قصيرة الأجل كان تحويلها إلى نقود أسهل ، وبالتالى فمن شأنها رفع درجة السيولة حيث أنها لا تفقد من قيمتها الإسمية كثيراً ، بينما إذا كانت سندات الدين العام طويلة الأجل فمن شأنها أن تؤدى إلى تخفيض درجة السيولة بصفة عامة عند مقدار معين من الدين العام(٢) .

وبتطبيق هذين المعيارين على الدين العام المحلى فى مصر يمكن التعرف على الآثار المحتملة لهذا الدين على السوقين النقدية والمالية فى هذه المرحلة ، فمن خلال دراستنا لهيكل الدين العام المحلى فى مصر ، يتبين لنا وفقاً للمعيار الأول فقد بدأت الدولة مع تطبيق سياسة الإصلاح الاقتصادى تعتمد على التمويل المحلى غير المصرفى بصفة أساسية ماعدا موازنة ٩٦/٩٥ ، ٩٧/٩٦ وارتفعت نسبة التمويل المحلى المصرفى ثم عادت مرة أخرى إلى الانخفاض فى موازنة ٩٨/٩٧ بل اتجهت الدولة إلى زيادة حجم

- انظر فى د. عادل حشيش ، اقتصاديات المالية العامة دراسة تحليلية لأصول الفن المالى لمالية الاقتصاد العام ، مرجع سابق ، صـ ٢٨٦ .

(١) د. هشام محمد صفوت ، اقتصاديات المالية العامة والسياسات المالية ، جامعة بغداد ، ١٩٨٨ ، صـ ٢٨٠ .

(٢) انظر حول هذا المفهوم:د. رفعت المحجوب ، المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٧٣.

الدين المحلى لاستخدامه فى سداد جزء من الديون الخارجية وجزء من الدين المصرفى([1]).

وفقاً للمعيار الثانى تمثلت سندات الدين العام خلال السنوات ١٩٩٧/٩١ فى شكل أذونات خزانة بصفة أساسية وقدر محدود من سندات الخزانة العامة وسندات حكومية أخرى ، إلا أن نسبة الإعتماد على أذونات الخزانة انخفض فى موازنة ٩٨/٩٧ ، ولجأت الحكومة إلى إصدار سندات حكومية أخرى .

وقد كانت لهذه السياسة آثارها على السوقين النقدية والمالية ، تمثلت فيما يلى:

هبوط معدل التوسع النقدى بدرجة ملحوظه ، إذ نمت السيولة المحلية(M2) بمعدل ٨,٦% خلال سنة ٩٨/٩٧ مقابل ١٥,١% خلال السنة المالية السابقة ، أما المعروض النقدى (MI) فقد نما بمعدل أعلى قليلاً بلغ ١١,٦% مقابل ١١,٤% ، واقترن ذلك بتراجع معدل التضخم المحسوب على أساس الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى شهر يونيو ١٩٩٨ مقارنة بشهر يونيو من العام السابق ليبلغ خلال عام ٩٨/٩٧ ٣,٦% مقابل ٤,٨% فى السنة المالية السابقة .

وفى ظل ثبات سعر البنك المركزى للأقراض والخصم عند ١٢,٢٥% سنوياً خلال السنة بقيت اسعار العائد على إذون الخزانة ثابته تقريباً ([2]) .

وقد تراجع سعر العائد على الودائع لدى البنوك لمدة ثلاث شهور من ٩,٩% فى المتوسط للبنوك بنهاية يونيو ١٩٩٧ إلى ٩% فى المتوسط فى نهاية يونو ١٩٩٨ ، اما سعر العائد على القروض لمدة سنه فإقل فقد ظل عند مستوى ١٣,٢% فى المتوسط ([3]) .

وبالنسبة لأدوات السياسة النقدية التى استخدمها البنك المركزى خلال السنة ، انخفض رصيد ودائع البنوك بالعملة المحلية بعائد لدى البنك المركزى بمقدار ١,٣ مليار جنية مما حرر سيولة بذات القدر للبنوك ، ونفذت ١٩ عملية إعادة شراء لأذون الخزانة لضخ

([1]) البنك المركزى المصرى ، التقارير السنوى ، ٩٧/٩٦ ، والتقرير السنوى ٩٨/٩٧ ، صـ ١١٢ .

([2]) انظر الجدول رقم (١٠) الذى يوضح تطور متوسط أسعار العائد على الأذون .

([3]) انظر الجدول رقم (١١) الذى يوضح تطور أسعار العائد على الودائع لمدة ٣ شهور والقروض لمدة سنة فأقل .

سيولة إلى البنوك قدرها ٧,٥ مليار جنية لمدد تراوح ما بين يومين إلـــى تســـعة أيـــام ، واقترن ذلك بسحب نحو مليار جنيه من فائض احتياطاتها لدى البنك المركزى ، ويعكـــس ذلك زيادة طلب البنوك على السيولة خلال السنة ، كما شهدت تلك الســـنة أيضـــاً اتاحـــة سيولة اضافيه بمقدار ٢ مليار جنية للبنوك تمثلت فى عدم حيازتـــها مـــن الأذون علـــى الخزانة سوى بنحو ٦،٧ مليار جنية فى نهاية يونيو ١٩٩٨ على الرغم من قيـــام وزارة المالية بإصدار أذون جديدة للبنوك بقيمة ٧,٨% مليار جنية لتسوية جانب من مديونيـــات شركات تجارة وتصدير الأقطان واستكمال تسوية مديونيات هيئة السلع التموينيـــة تجـــاه البنوك ([1]) . وعلى ذلك فإن الآثار المترتبة فى هذه المرحلة وفقاً لأخـــر تقـــارير البنـــك المصرى ، انخفاض معدل السيولة و انخفاض معدل التضخم وهـــو مؤشـــر لاســـتقرار المستوى العام للاسعار، وتراجع أسعار الفائدة بنسبة ضئيلة فى المدد القصـــيرة للودائـــع وثباتها للمدة الطويلة .

ويلاحظ تطور حركة التداول فى سوق المال بشقية تطوراً محدوداً على الرغم مـــن ارتفاع حجم الدين العام المحلى حتى موازنة ١٩٩٨/٩٧ ، ويرجع ذلك إلى ان سوق المال يفتقر إلى السندات الحكومية طويلة الأجل، التى لن يكتمل السوق النقـــدى أو المـــالى إلا بوجود هذه السندات التى تكمن أهميتها بالنسبة لهذين السوقين فى أكثر من ناحية ، حيـــث يساعد وجودها على زيادة كفاءة البنوك فى إداره السيولة لديها من خلال البيع والشـــراء لهذه السندات ، كما يساعد البنك المركزى على اعمال أداة هامة من أدواته فـــى الرقابـــة غير المباشرة على الإئتمان والسيولة المحلية فى المجتمع وهى مايطلق عليـــها عمليـــات السوق المفتوحة، فضلاً عن أن وجود هذه السندات التى تكاد تنعدم فيها نسبة المخـــاطرة تعد وسيلة مناسبه تتخذ مؤشرة جيداً لأسعار الفائدة فى سوق المال وتحركها عن طريـــق تغير اسعار هذه السندات . بالإضافة إلى ذلك من شأن اصدار السندات طويلة الأجـــل ، تحويل جانب من المديونية من أجل قصير إلى اجل متوسط وطويل مما يعطى اســـتقرارا

([1]) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ١٩٩٨/٩٧ ، صـــ ١٦ .

فى سوق المال ، نظراً لأنها ستصبح جزءاً هاماً من محفظه أى مستثمر فى الأوراق المالية ([1]) .

وفيما يتعلق بالأثر المتوقع لاصدار سندات حكومية طويلة الأجل على شهادات الإستثمار والأوراق المالية الأخرى فى سوق المال ، فإن الأمر يرتبط بشكل أساسى بشروط هذه السندات ، كما يجب الأخذ فى الاعتبار كافة الأوعية الإدخارية القائمه بالبنوك لأن المطلوب هو توسيع الوعاء الإستثمارى فى المجتمع ، فسوق المال بدون سندات طويلة الأجل لا تعد سوقاً حيث أن البورصات العالمية تمثل السندات طويلة الأجل فى تكوينها ما بين ٧٠% إلى ٨٠% من حجم الأوراق بها ([2]) .

بالإضافة إلى ذلك فإن إصدار سندات للتمويل المتوسط وطويل الأجل يكسر احتكار البنوك لهذه النوعية من التمويل ويوفر مناخاً من التنافس الصحى، فهذه السندات يمكن أن تساهم فى إعادة الهيكلة السليمة للشركات والتوازن السليم لمواردها والتمكن من أعمال أدوات الهندسة المالية للشركات والمؤسسات الاقتصادية كما تساهم فى أعمال قواعد التوريق السليم للديون وتكامل السوق المالية من أدوات ومؤسسات ونظم حاكمة .

ومع انخفاض عجز الموازنة العامة إلى ١% من الناتج المحلى الإجمالى فى موازنه ١٩٩٨/٩٧ ، فإن هدف السندات لن يكون بشكل كبير لمواجهة عجز الموازنة ولكن سينصب فى الأساس على امتصاص السيولة وتمكين البنك المركزى من توجيه السياسة النقدية والمالية بما يتمشى مع الظروف الاقتصادية السائدة .

وعلى سبيل المثال نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية أكثر بلد على مستوى العالم فى اصدار السندات متوسطة وطويلة الأجل التى يزيد المصدر منها على ١٤ مليار دولار سنوياً ، حيث تستخدم كوسيلة لاستثمار الفائض لدى البنوك ووسيلة تساعد البنك المركزى على التحكم فى عرض النقود ([3]) .

([1]) انظر الجدول رقم (١٢) الذى يوضح تطور حركة تداول الأوراق المالية .

([2]) انظر حول نسبة السندات طويلة الأجل إلى إجمالى الأوراق المالية فى البوصات العالمية:
محمود عبد العزيز ، مقال بجريدة الاهرام ، الصادرة فى ١٩٩٥/٢/١٠ ، صـ ٤ .

([3]) انظر فى ذلك : =

ونشير اخيراً إلى ان وجود هذه النوعية من السندات هام جداً حيث أن انخفاض نسبة المخاطره فى مثل هذه الأوراق يمثل عامل جذب للتعامل فى سوق المال ، يستفيد منه المستثمر الصغير قبل الكبير ، ويمثل استثماراً جيداً أمام شركات التأمين وهيئات التأمين والمعاشات والصناديق الخاصة وهى مؤسسات تبحث عن استثمار ذى عائد مستقر معدوم المخاطر .

ثانياً : آثار الدين العام فى مرحلة انفاقه

يذهب الفكر الإقتصادى المعاصر إلى أن آثار الدين العام المحلى على السوقين النقدية والمالية فى مرحلة الإنفاق تتوقف على طريقة استخدام حصيلة الأصدارات منه ، فقد تستخدم هذه الحصيلة لتمويل النفقات الجارية غير الانتاجية أو قد تقوم الدولة بانفاقها فى أوجه الاستثمار ، كما تتوقف الآثار المترتبة لكل نوع من هذه الاستخدامات على مستوى العماله ومدى مرونة الجهاز الانتاجى فى الدولة.

فإذا انفقت الحكومة حصيلة الدين لتمويل نفقات جارية غير انتاجية ، فإن آثار الدين تتحدد فى ضوء مستوى النشاط الاقتصادى ، فإذا كان الاقتصاد يتسم بفائض عماله ومرونه جهازه الانتاجى فإن انفاق حصيلة الدين على هذا النحو سيساهم فى بلوغ الاقتصاد لمستوى التوازن ، الأمر الذى يؤدى إلى استقرار المستوى العام للأسعار ، وخفض معدلات التضخم ، وتنشيط الأسواق النقدية والمالية . أما إذا كان الاقتصاد فى حالة تشغيل كامل للعماله ويتسم بعدم مرونة جهازه الانتاجى، فإن انفاق حصيلة الدين على هذا النحو سيؤدى إلى موجات تضخمية ، وارتفاع المستوى العام للأسعار ، وركود الأسواق النقدية والمالية .

أما إذا انفقت الحكومة حصيلة الدين فى مجالات استثمارية ، فإن زيادة الاستثمار العام التى ستنجم عن ذلك ستعوض أى نقص يطرأ على حجم الاستثمار الخاص . ومن المتصور ان يتزايد حجم الاستثمار الكلى من جراء ذلك وهذا ما يتحقق إذا كان إصدار القروض قد تم تمويله من المدخرات العاطلةً ، ويؤدى ذلك إلى نمو الناتج المحلى الإجمالى ، أما عن تأثير انفاق حصيلة الدين على معدلات التضخم ومستوى الأسعار فإنه

- Bohn , Henning . The behavior of u.s public debt and deficits , op. Cit, p. 955 .

يتوقف على نوعية السلع التى ستنتجها المشروعات العامة الجديدة . فإذا كانت هذه السلع استهلاكية فإن التوازن القائم لن يختل ، ولن تتأثر مستويات الأسعار ، أما إذا تركزت الاستثمارات العامة فى إنتاج السلع الرأسمالية فإن الطلب المتزايد على السلع الاستهلاكية لابد وان ينتج عنه خاصة فى المدى القصير ـ اختلالاً اقتصادياً ينعكس على مستوى الأسعار بالإرتفاع (1) .

كما يلاحظ ان الدين العام قصير الأجل (أذونات الخزانة) يعتبر من وجهة نظر الدولة أنسب الوسائل لتمويل العجز المؤقت فى ايرادات الحكومة ، والناتج عن عدم التوافق الزمنى بين الإيرادات والنفقات العامة ، بينما يخصص الدين العام طويل الأجل (سندات الخزانة العامة وسندات الحكومية الأخرى) لتمويل النفقات الرأسمالية التى تزيد من الطاقة الإنتاجية ، ونظراً لن هذا التخصيص ظل مجرد افتراض نظراً لشيوع حصيلة إصدارات الدين العام ضمن الإيرادات العامة للميزانية الحكومية ، ولذلك لا يمكن حصر الآثار الاقتصادية المترتبة على إنفاق حصيلة هذه الإصدارات إلا فى ظل الفرض المذكور حيث توجه هذه الحصيلة إلى الموازنة الرأسمالية للحكومة لتساهم مع فائض الموازنة الجارية فى تغطية الانفاق الرأسمالى للمشروعات الانمائية .

وبتطبيق ذلك على الدين العام المحلى فى مصر يمكن التعرف على آثار هذا الدين على السوقين النقدية والمالية فى هذه المرحلة ، فقد عرفنا أن مصر بدأت منذ بداية التسعينات تطبيق سياسة الإصلاح الاقتصادى من خلال وضع خطط خمسيه ، وقد أخذت معدلات الاستثمار اتجاهاً تصاعدياً ويلاحظ ذلك من خلال متابعه معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى لتكلفة عوامل الإنتاج الذي ارتفع من ٢,٥% فى موازنة سنة ٩٣/٩٢ إلى ٥,٣% فى سنة ٩٧/٩٦ ثم بلغ ٥,٧% فى سنة ٩٨/٩٧(2) ، كما ارتفع معدل نمو التكوين

---

(1) أنظر فى ذلك :

د. شريف رمسيس تكلا ، الأسس الحديثة لعلم المالية العامة ، دار الفكر العربى القاهرة ، ١٩٧٩ ، صـ ٣٣٣ .

(2) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى لعام ٩٧/٩٦ ، صـ ٣٧ ، التقرير السنوى لعام ٩٨/٩٧، صـ ٤٠.

الرأسمالي الإجمالي من ١,٨% سنة ٩٣/٩٢ إلى ١٠,٥% في سنة ١٩٩٧/٩٦ ، ثم ارتفع إلى ٢٠,٨% سنة ١٩٩٨/٩٧ ، حيث شملت الاستثمارات الإنمائية كافة القطاعات الاقتصادية وإن تركزت النسبة الكبيرة منها نحو توفير الهياكل الأساسية للقاعدة الإنتاجية ومشروعات البنية الأساسية ، الأمر الذى انعكس على رفع معدلات النمو في كافة القطاعات (١) . ولاشك أن هذه المعدلات تشير إلى أن الجزء الأكبر من الدين العام المحلى تم توجيهه إلى المجالات الاستثمارية .

وانعكاساً للاهتمام المستمر بتشجيع القطاع الخاص ، سواء من خلال تطبيق برامج الخصخصة أو من خلال التيسيرات والحوافز التى قدمتها الحكومة للقطاع الخاص اتجهت نسبة مشاركته في النشاط الاقتصادى إلى الزيادة ، حيث بلغت مساهمته في إجمالى الناتج المحلى ٧٠% خلال عام ٩٨/٩٧ مقابل ٦٨,٨% في العام السابق ، محققا معدل نمو قدره ٧,٦% بما يفوق معدل النمو الكلى في الناتج المحلى الإجمالى (٢) .

وقد تراجع معدل النمو في الاستهلاك النهائى خلال السنة المالية ١٩٩٨/٩٧ إلى ٤% مقابل ٤,٣% خلال السنة المالية السابقة ، وكان ذلك محصله لانخفاض معدل النمو في الاستهلاك العام إلى ٤,٢% مقابل ٥,٦% في ظل ترشيد الإنفاق الحكومى وتوجيهه بصفه اساسية إلى تحسين مستوى الخدمات العامة والاجتماعية ، كما تراجع بشكل طفيف معدل نمو الاستهلاك الخاص إلى ٤% مقابل ٤,١% . وبناء على ذلك اقتصرت نسبة الاستهلاك النهائي إلى الناتج المحلى الإجمالي بسعر السوق على ٨٤,١% مقابل ٨٥,٤% بما سمح بزيادة حجم الإدخار المحلى الإجمالى إلى ١٥,٩ % مقابل ١٤,٦% من الناتج ، ويشير ذلك إلى تحسن الاعتماد على المدخرات المحلية في تمويل الاستثمار ، بما يهئ المحافظة على الاستقرار النقدى والمالى الذى تحقق خلال السنوات السابقة ، ويلاحظ ذلك من انخفاض معدل التضخم خلال السنة المالية ١٩٩٨/٩٧ حيث بلغ ٣,٦% مقاساً على

---

(١) البنك الأهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، المجلد الحادى والخمسون ، العدد الثالث ، ١٩٩٨ ، صـ ٥٣ .

(٢) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ٩٨/٩٧ ، صـ ٤٣ .

أساس مقارنة الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى شهر يونيو من كل عام مقابل ٤,٨% فى السنة المالية السابقة([1]) .

وقد شهد عام ٩٨/٩٧ انتعاشاً فى سوق الإصدار والسوق الثانوية وذلك تأكيدا لما يتمتع به السوق من استقرار ، فبالنسبة لسوق الإصدار ، وافقت الهيئة العامة لسوق المال على إصدارات لتأسيس ١٨٦٧ شركة تبلغ رؤوس أموالها ١٥,٣ مليار جنية إلى جانب الموافقة على زيادة رؤوس أموال ٥٩١ شركة قائمه بقيمة قدرها نحو ٨ مليار جنية . وفيما يتعلق بالسوق الثانوية ، سجل التعامل الكلى خلال السنه المالية ٩٨/٩٧ انتعاشاً ملحوظاً مقاساً بكمية الأوراق المتداولة وقيمتها ، حيث ارتفعت كمية الأوراق بمعدل ٣٥,٦% لتصل إلى ٤٠٤ مليون ورقة ، وتصاعدت قيمتها بمعدل ١١,٩% لتصل إلى ٢٢ مليار جنية ([2]).

نخلص مما تقدم أن الحكومة المصرية استطاعت أن توجه الجزء الأكبر من الدين العام المحلى إلى المشروعات الإستثمارية ذات العائد ، الأمر الذى أدى إلى رفع معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى ، وأصبح الدين العام المحلى بالرغم من زيادة قيمته يمثل نسبة متناقصة من الناتج المحلى الإجمالى خلال موازنة عام ١٩٩٧/٩٦ ، ١٩٩٨/٩٧ .

كما أن تراجع معدل النمو فى الاستهلاك النهائى (العام والخاص) خلال موازنة عام ١٩٩٧/٩٦ ، ٩٧ / ١٩٩٨ كان له أكبر الأثر فى زيادة حجم الإدخار المحلى الإجمالى ، ومن ثم زيادة معدلات الاستثمار بشقيه (العام والخاص)، الأمر الذى أدى إلى المحافظة على الاستقرار النقدى والمالى وانخفاض معدل التضخم وانخفاض من متوسط أسعار العائد على أذون الخزانة بأجلها المختلفة ، وانخفاض أسعار العائد على الودائع لمدة اقل من سنة ، فضلاً عن انتعاش سوق الإصدار والسوق الثانوية ([3]) ، بفضل

([1]) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، جدول الانفاق على الناتج المحلى الإجمالى بأسعار عام ٩٧/٩٦ ، صـ ١١٠ .

([2]) البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ٩٨/٩٧ ، صـ ٦٤ ، ٦٥ .

([3]) انظر الجدول رقم (٨) الذى يوضح تطور معدل التضخم ، والجدول رقم (١٠) الذى يوضح تطور متوسط اسعار العائد على إذون الخزانة ، والجدول رقم (١١) الذى يوضح تطور العائد على الودائع =

تطبيق برامج الخصخصة وماتبعه من استقرار اقتصادى ، ومن المتوقع انتعـاش سـوق المال بصورة أفضل فى حالة طرح سندات حكومية طويلة الأجل للأسباب التـى سـبق ذكرها .

ثالثاً : آثار الدين العام المحلى فى مرحلة خدمته واستهلاكه

تتوقف الآثار المحتملة فى مرحلة خدمة الدين العام المحلى وسدادة على أمرين الأول مصدر الأموال التى يسدد منها الدين وفوائدة والأمر الثانى كيفية استخدام حملة السـندات لهذه الأموال .

فيما يتعلق بمصدر الأموال التى يسدد منها الدين وفوائده ، فإنه يمكن أن نميز بيـن وسيلتين أساسيتين (1)

١ ــ إذا ما استمدت الدولة هذه الأموال عن طريق فرض الضرائب على الطبقات الفقيرة ذات الميل المرتفع للاستهلاك (حال الضرائب غير المباشرة)، وتم سداد القرض لحـاملى السندات من الأغنياء عادة الذين ينخفض ميلهم للاستهلاك ، مما يؤدى إلى نقص درجـة السيولة النقدية فى الاقتصاد ، الأمر الذى ينعكس على الأسعار بالانخفاض ويخلف أثـراً انكماشياً على مستوى النشاط الاقتصادى . أما إذا فرضت الضرائـب علـى أصحـاب الدخول المرتفعة (حال الضرائب المباشرة) ، وتم سداد القرض لهم أيضاً ، فإن درجـة السيولة النقدية لن تتأثر بشكل ملحوظ إذ سترد لهم الدولة بيسارها ما أخذته منهم بيمينها.

٢ ــ أما إذا استمدت الدولة هذه الأموال عن طريق الإصدار النقدى فإن الاثار التوسـعية للسداد تصبح مؤكدة ما لم يقم أصحاب السندات باكتناز قيمتها بالكامل، فمن شأن لجـوء الدولة إلى هذه الوسيلة زيادة درجة السيولة النقدية فى الاقتصاد الأمر الذى ينعكس علـى الأسعار بالارتفاع وحدوث موجات تضخمية وما يترتب عليها من آثار سلبية على الوضع الاقتصادى (2) .

= لمدة اقل من سنة ، والجدول رقم (١٢) الذى يوضح تطور حركة الأوراق المالية فى سوق الاصـدار والسوق الثانوية .

(1) د. شريف رمسيس تكلا ، الأسس الحديثة لعلم المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٣٥ .

(2) د. عادل حشيش ، اقتصاديات المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٢٩٠ وما بعدها . =

وفيما يتعلق بكيفية استخدام حملة السندات لهذه الأموال ، فإنه يمكن ان نميز فى هـذا الخصوص بين حالتين :

١ ــ إذا كان حملة السندات من الأفراد أو من المؤسسات المالية التى لا تخلق ائتمان فـإن من المتوقع بطبيعة الحال ان يعقب السداد بعض الآثار التوسعية فى الاقتصاد ، وإن كـان الأرجح أن يتجه أصحاب السندات لاستخدام قيمتها فى تدعيم مدخراتهم باعتبـار أن مـا حصلوا عليه لا يمثل إضافة لدخولهم وإنما مجرد تغيير فى شكل ثرواتهم (مـن أوراق مالية إلى نقود) ، وفى هذه الحالة فإن تزايد المدخرات سـينعكس علـى سـعر الفـائدة بالانخفاض مما يكفل تشجيع المشروعات الخاصة على زيادة استثماراتها .

٢ ــ أما إذا كانت السندات مملوكه للبنوك التجارية ، فإن الآثار المحتملة تتوقـف علـى كيفيه استخدام البنوك لهذه الأموال فإذا حولت البنوك هذه الأموال من جانب الاسـتثمارات إلى جانب الاحتياطى فى هذه الحالة تنقص درجة السيولة النقدية فى الاقتصاد ، مما يؤثـر بالانكماش على النشاط الاقتصادى ، وتتوقف تبعات هذا الانكماش على طبيعة الظـروف الاقتصادية السائدة ، أما إذا قامت البنوك التجارية باستخدام حصيلة السندات فى التوسـع الائتمانى ، فإن ذلك من شأنه أن يؤدى إلى ارتفاع درجة السيولة النقدية ، وما يؤدى إليـه من حدوث موجات من التضخم تتوقف فى النهاية على طبيعـة الظـروف الاقتصاديـة السائدة(١) .

=وأيضا : د. محمد عبد المنعم عفر ، د. أحمد فريد مصطفى ، الاقتصاد المالى الوضعى والاسلامى ، مرجع سابق ، صـ ٢٧٩ .

د. حامد دراز ، مبادئ المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٣٧٨ .

وأيضاً د. عبد الكريم صادق بركات ، الاقتصاد المالى ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ١٩٨٧ ، صـ ١٩٨ .

(١) انظر حول هذه الآثار المحتملة :

د. محمد دويدار ، دراسات فى الاقتصاد المالى ، مرجع سابق ، صـ ٣٠٦ .

د. السيد عبد المولى ، المالية العامة ، مرجع سابق ، صـ ٤٠٥ .

د. زكريا بيومى ، الوجيز فى المالية العامة ، مطبعة دار التأليف ، القاهرة ، ١٩٨٠ ، صـ ٣٦٥ .

نخلص مما تقدم إلى أن سداد الدين العام المحلى ينتج آثارا توسـعية علـى النشـاط الاقتصادى إذا قام أصحاب السندات بانفاق قيمتها ، ولا سيما إذا قـاموا بإضافتـها إلـى مدخراتهم المستثمرة، إذ سيترتب على ذلك انخفاض سعر الفائدة، مما يشجع المشـروعات على التوسع فى استثماراتها ، ويدعم هذه الاتجاه التوسعى إذا لم تلجأ الدولـة فـى سـبيل تدبير الموارد المالية اللازمة للسداد إلى الضغط على استهلاك الطبقات الفقيرة .

وبالعكس فإن عملية السداد تخلف آثارا انكماشية على الاقتصـاد القومـى إذا امتنـع أصحاب السندات عن إنفاق ما استردوه من قيمتها أى اتجهوا إلـى اكتنازهـا . ويـزداد الانكماش قوة إذا لجأت الدولة إلى فرض ضرائب على محدودى الدخـل لتدبـير مـوارد مالية لعملية السداد .

وفى ضوء ما سبق يمكن أيجاز أثار الدين العام المحلى فى مصر على السوقين النقـدى والمالى ،فى هبوط معدل التوسع النقدى بدرجة ملحوظة، وأنخفاض معدل التضخم وهـو مؤشر لاستقرار المستوى العام للاسعار ،وتراجع اسعار الفائدة بنسبة ضئيلة فـى المـدة القصيرة للودائع وثباتها للمدة الطويلة. وتطور حركة التداول فى سوق المال بشقية تطـورا محدودا على الرغم من ارتفاع حجم الدين المحلى،ويرجع ذلك لافتقار سوق المـال الـى السندات الحكومية طويلة الاجل .

وعلى ذلك فإن يتعين على الدولة أن تحدد أوقات الوفاء بالتزاماتها وتخفيـض حجـم الدين العام ووسائل تدبير الموارد المالية اللازمة لذلك فى ضـوء الظـروف الاقتصاديـة السائدة فيها ،حتى تضمن أن يكون الدين المحلى فى الحدود الامنة ، حيث ان تجاوز الدين المحلى هذة الحدود تجعلة يعبر عن نفسة أما باللجوء الى الاستيراد ،ومايجرة مـن عجـز ميزان المدفوعات وتأكل الاحتياطيات الاجنبية، او الارتفاع فى الاسعار، وما يجـرة مـن تدهور لقيمة العملة الوطنية، اوقد يؤدى الى حدوث الظاهرتين معا، فضلا عن تأثيرة علـى السوق المالى وما يجرة من سوء تخصيص وتوزيع الموارد. وهكذا يتضح ممـا تقـدم ان الدولة تستطيع أن توائم بين سياسة إدارة الدين العام المحلى وإدارة النقود وبيـن الوضـع الاقتصادى للدولة إذا أحسنت التصرف فى عنصر الزمن وجعله عنصرا إيجابيا أكثر منـه سلبيا ، مما يكفل تحقيق الاستقرار والنمو فى ربوع المجتمع الاقتصادى المصرى .

النتائج والتوصيات

أولاً : النتائج

يتضح لنا مما سبق دراسته عدد من النتائج التى يجب أن تكون موضع الاهتمام عند رسم السياسات النقدية والمالية وإدارة الدين العام المحلى فى مصر وتتمثل هذه النتائج فيما يلى :

١ ــ أن الدين العام المحلى فى العصر الحديث وفى كافة دول العالم المتقدم منه والنامى أصبح أحد المصادر الرئيسية التى يعتمد عليها لمواجهة التوسع فى الإنفاق العام . وأداة للتحكم فى مختلف الجوانب الاقتصادية وبصفة خاصة السوقين النقدية والمالية .

٢ ــ اتجاه عجز الموازنة العامة المصرية اتجاها تنازليا منذ موازية عام ٩٢/٩١ حتى موازنة ١٩٩٨/٩٧ فقد كان العجز يشكل ١٠,٢% من الناتج المحلى الإجمالى فى موازنة ١٩٩٢/٩١ ، واستمر فى الانخفاض حتى بلغ ٠,٩ % من الناتج المحلى الاجمالى فى موازنة ١٩٩٧/٩٦ ، ثم ارتفع قليلاً ليبلغ ١% من الناتج المحلى الاجمالى فى موازنة ١٩٩٨/٩٧ .

ويمكن تفسير انخفاض العجز فى الموازنة العامة خلال هذه الفترة إلى تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادى التى انتهجتها الحكومة مع مستهل التسعينات ، وانخفاض أعباء خدمة الدين العام الخارجي وتلقص أعباء خدمته.

٣ ــ اتجاه حجم الدين العام المحلى فى مصر اتجاهاً تصاعدياً خلال الفترة من ٩٢ ــ ١٩٩٨ فقد بلغ الدين العام المحلى فى موازنة ٩٣/٩٢ نسبة ٨٠% من الناتج المحلى الإجمالى واستمر حجم الدين المحلى فى الزيادة وارتفعت نسبته إلى الناتج المحلى الإجمالى حتى بلغت النسبة ٨٨% فى موازنة ١٩٩٦/٩٥ ، إلا انه فى السنتين الآخيرتين انخفضت نسبة الدين المحلى إلى الناتج المحلى الإجمالى بالرغم من زيادة حجم الدين المحلى ، وبلغت النسبة فى موازنة ٩٧/٩٦ معدل ٦٢,٨ % ، إلا أنها ارتفعت مرة أخرى فى موازنة ٩٨/٩٧ لتصل إلى معدل ٧١% حيث بلغ الدين العام المحلى مبلغ وقدرة ١٧٩,٩ مليار جنية .

٤ ــ أن فوائد الدين العام المحلى بقيت نسبتها إلى الناتج المحلى الإجمالى محصورة بين ٥% و ٨% خلال الفترة من ٩١/٩٢ وحتى ١٩٩٨/٩٧ ، وشكلت فوائد الدين العام نسبة مرتفعة من الإيرادات الضريبية وبلغت نحو ٢٠% خلال الفترة السابقة مع اتجاهها للتقلب من عام إلى آخر .

٥ ــ إن تطور حجم الدين العام المحلى لا يجب ان يثير آيه مخاوف متى كان الناتج المحلى الاجمالى فى حالة نمو مستمر ومتى كانت نسبة مصروفات خدمة الدين ثابته ، فطالما ان الوعاء الذى ستفرض عليه الضرائب الإضافية اللازمة لخدمة الدين فى حالة نمو تسمح بزيادة الإيرادات الضريبية فإن الدين العام المحلى وما يرتبه من أعباء يعتبر فى الحدود الآمنة ، ومعنى ذلك أن الدين العام المحلى فى مصر بالرغم من زيادة حجمه سنوياً إلا أنه يعتبر فى الحدود الآمنة نظراً لانخفاض نسبته إلى الناتج المحلى الإجمالى أو على أقل تقدير استقرار هذه النسبة ، فضلاً عن ثبات نسبة فوائد الدين العام المحلى إلى الناتج المحلى الإجمالى .

٦ ــ فيما يتعلق بهيكل الدين العام المحلى ، لو أخذنا بالتقسيم التقليدى له من حيث القروض المثبتة (طويلة الأجل) والقروض السائرة (قصيرة الأجل والمؤقتة) ، نلاحظ أن القروض السائرة أصبحت تسيطر على مكونات الدين العام المحلى مع مطلع التسعينات ، وبصفة عامة تمثلت سندات الدين العام فى شكل أذونات خزانة بصفة أساسية وقدر محدود من سندات الخزانة العامة وسندات حكومية أخرى ، إلا ان نسبة الاعتماد على أذونات الخزانة انخفضت فى موازنه ٩٧/٩٨ ولجأت الحكومة إلى اصدار سندات حكومية أخرى، الأمر الذى أدى إلى هبوط معدل التوسع النقدى بدرجة ملحوظة ، إذ نمت السيولة المحلية بمعدل ٨,٦% خلال عام ٩٧/ ٩٨ مقابل ١٥,١% خلال السنة المالية السابقة ، واقترن ذلك بتراجع معدل التضخم المحسوب على أساس الرقم القياسى لاسعار المستهلكين من ٤,٨ فى عام ٩٦/٩٧ إلى ٣,٦ فى عام ٩٧/٩٨.

كما يتبين لنا من مكونات الدين العام المحلى أن الجزء القابل للتداول فى هذا الدين يقل عن ٥% فى المتوسط وهذا يعنى أن ٩٥% من هذا الدين غير قابل للتداول ، وهذا

الوضع له دلاله بالنسبة لقضية إدارة الدين وعملية تقييم السياسة النقدية وما يرتبط بها من سياسات اقتصادية .

٧ ــ اتجاه الحكومة نحو الاعتماد على التمويل المحلى غير المصرفى بصفة أساسية منذ تطبيق سياسة الإصلاح الاقتصادى ماعدا موازنة ٩٦/٩٥ ، ٩٧/٩٦ حيث ارتفعت نسبة التمويل المحلى المصرفى ثم عادت مرة أخرى إلى الانخفاض فى موازنة ٩٨/٩٧ وقد ساعد الحكومة فى الاعتماد على التمويل المحلى تراجع معدل النمو فى الاستهلاك النهائي من ٥,٦ فى عام ٩٧/٩٦ إلى ٤,٢ فى عام ١٩٩٨/٩٧ ، الأمر الذى أدى إلى زيادة حجم الادخار المحلى الإجمالى . وقد اتجهت الدولة إلى زيادة حجم الدين المحلى لاستخدامه فى سداد جزء من الديون الخارجية وجزء من الدين المصرفى ، الأمر الذى حقق الاستقرار النقدى والمالى وانخفاض معدلات التضخم ومعدلات الفوائد على أذون الخزانة ومعدل الفوائد على الودائع .

٨ ــ أن الجزء الاكبر من الدين العام المحلى تم توجيهه إلى المجالات الاستثمارية وتوفير الهياكل الأساسية للقاعدة الانتاجية ومشروعات البنية الأساسية ، ويؤكد ذلك :

أ ــ ارتفاع معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى بتكلفة عوامل الانتاج من ٢,٥% فى موازنة ٩٣/٩٢ إلى ٥,٧% فى موازنة ٩٨/٩٧ ، وقد بلغت مساهمة القطاع الخاص فى اجمالى الناتج المحلى الإجمالى ٧٠% خلال عام ٩٨/٩٧ ويرجع ذلك إلى تطبيق برامج الخصخصة ، وتقديم التيسيرات والحوافز للمستثمرين .

ب ــ ارتفاع معدل نمو التكوين الرأسمالى الإجمالى من ١,٨% فى موازنة ٩٣/٩٢ إلى ٢٠,٨% فى موازنة ١٩٩٧/٩٦ .

٩ ــ شهد الاقتصاد المصرى انتعاشاً حثيثاً فى سوق المال بشقيه سواء فى سوق الإصدار أو السوق الثانوية وذلك تأكيداً على ما يتمتع به السوق من استقرر نقدى ومالى وتطبيق برامج الخصخصة ، إلا أنه مازال هناك قصور فى سوق المال نظراً لافتقاره السندات الحكومية طويلة الأجل ، والتى تعتبر عنصراً أساسياً لاستكمال مقومات سوق المال كما هو الحال فى الدول المتقدمة ، فضلاً عن أن ٩٥% من الدين العام المحلى فى مصر غير قابل للتداول ، وهو يمثل أيضاً عنصراً سلبياً فى سوق المال .

ثانياً : التوصيات

نعرض هنا لاهم التوصيات التى يمكن من خلالها لصانع السياسة الاقتصادية أن يرشد من حجم الدين العام المحلى ، وإدارته بما يحقق أهداف السياسة الإقتصادية وبما يتلائم مع واقع السوقين النقدية والمالية وتتمثل أهم هذه التوصيات فيما يلى :

١- أن تحرص الحكومة على ربط حجم الموازنة بإمكان تدبير وسائل تمويل حقيقية وخصوصاً من الأفراد والمؤسسات غير المصرفية ، وهنا تلعب السياسة النقدية دوراً أساسيا فى تحقيق أهداف سياسة الدين المحلى سواء من حيث سرعة وكفاية عمليات بيع السندات والحصول على احتياجات الخزانة من الأموال أو من حيث أسعار الفائدة المناسبة وتحقيق الاستقرار فى أسعار السندات الحكومية خصوصاً فى وقت عرض الخزانة لها فى الأسواق المالية، كما يجب ان يوجه الجزء الأكبر من الدين العام المحلى لتمويل الاستثمارات والقطاعات المنتجة أى التى تزيد من القدرة على الانتاج والدخل مما يؤدى إلى رفع معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى ، ويجعل الدين العام المحلى دائماً فى الحدود الآمنة ، فضلاً عن ضرورة تخصيص حصة من حصيلة عمليات الخصخصة لسداد جزء من الدين العام المحلى .

٢- إعادة هيكلة الدين العام المحلى من خلال التقليل من أذونات الخزانة وهى بطبيعتها غير قابلة للتداول وتحويلها إلى أوراق قابلة للتداول وبصفة خاصة إصدار سندات طويلة الأجل حتى وإن كانت الأعباء تبدو من وجهه النظر النقدية مرتفعة خلال آجالها ، وعلى أن تتراوح مدة هذه السندات ما بين ٢٠ و ٣٠ سنه ولا سيما وإن بالسوق طلب على هذه النوعية من السندات ، وعلى سبيل المثال أصدرت الصين مؤخراً سندات لأجل مدتها ١٠٠ عام [1] ولاشك أن مواعيد الاستحقاق الأطول تقلل

---

(1) لقد اقترح محمود عبد العزيز رئيس اتحاد بنوك مصر اصدار سندات حكومية طويلة الأجل على الرغم من اعتراض د. محى الدين الغريب وزير المالية المصرى على اصدار هذا النوع من السندات استناداً الى أن ظروف السوق المصرى لا تسمح بذلك ، ولن يكون هناك طلبا عليها لان أسواق الأوراق المالية تشهد نشاط واسعاً ، إلا أننا نتفق مع الرأى المؤيد لأصدار سندات حكومية طويلة الأجل ، لأنه على الرغم من اتساع سوق الأوراق المالية سوف تكون للسندات الحكومة طويلة الأجل جاذبيه خاصة =

من الحاجة إلى إعادة التمويل بشكل متواتر، فضلاً عن أن إطالة مواعيد استحقاق الديون يؤدى إلى تقليل السيولة المحلية ومن ثم تخفيض معدل التضخم السنوى اللازم لتخفيض القيمة الحقيقية للديون بمقدار معين ، وتطبيقاً لذلك استطاعت أغلب دول مجموعة الـ ١٥ هى دول نامية من خلال إطالة مواعيد استحقاق الديون أن تحقق انخفاض فى معدل التضخم السنوى ومن ثم تحقيق الاستقرار فى السوقين النقدية والمالية ودعم من هذا الاتجاه ربط الديون الاسمية بالأسعار ، كما فعلت كل من (أورجواى والبرازيل وشيلى) حيث تم ربط أكثر من ٧٥% من الديون المحلية بالأسعار ، مما ساعد على انخفاض معدلات التضخم واستقراره بالمقارنة بدول أخرى لم تطبق هذه السياسة مثل الأرجنتين والمكسيك ، إلا أن البرازيل عانت من معدلات تضخم مرتفعه بالرغم من اتباع هذه السياسة نظراً لاتباعها تصحيح مالى غير كافى ، لذلك يجب أن تستخدم هذه السياسة بحذر لأنها يمكن أن تؤدى إلى افراط الحكومة فى الإصدار النقدى لعدم وجود ضغوط عليها للتخفيف من حدة التضخم .

٣- ضرورة الاهتمام بتطوير سوق المال ، لأنه يساهم كثيراً فى إمكانية إصدار صكوك مالية قابلة للتداول على المستوى الدولى ، مما يفسح المجال لرؤوس الأموال الأجنبية للمساهمة فى تنشيط سوق المال وهو ما يتفق مع اتفاقات التجارة العالمية وظاهرة العولمة ، والواقع أن تحديث النظام المالى يعد من الشروط الأساسية لنجاح إدارة الدين المحلى ، ذلك أن إقامة الهياكل الأساسية للنظام المالى لا تقل أهمية عن باقى عناصر البنية الأساسية فى الاقتصاد القومى وتتمثل هذه الهياكل فى نمو الاقتصاد

= لدى طالبى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وصناديق الاستثمار ، نظراً لما تتمتع به من ثقه أفراد المجتمع بالمقارنة بسندات الشركات التى تحمل مخاطر مختلفة ، فضلاً عن دورها فى تقليل السيولة المحلية وتمكن البنك المركزى من القيام بعمليات السوق المفتوحة .

انظر حول هذه الآراء ، ندوة الأهرام الاقتصادى ، العلاقة بين الدين العام المحلى والخصخصة المنشورة بمجلة الأهرام الاقتصادى ، العدد ١٤٤٣ ، الصادرة فى ٢ سبتمبر ١٩٩٦ ، صـ ٢٤ ـ ٣١.

النقدى وتطوير البنك المركزى([1]) ، والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى ونمو سوق المال([2]).

٤- ضرورة العمل على إنشاء وتطوير أسواق لاتفاقات إعادة شراء السندات الحكومية، وهذه التوصية تتواءم مع إصدار سندات حكومية طويلة الأجل ، ويمكن أن تساهم فى زيادة سيولة الأوراق الحكومية ومن ثم زيادة الاقبال عليها، فضلاً عن ضمان الاستقرار فى سوق السندات ، وقد استطاعت الولايات المتحدة الأمريكية من خلال إنشاء مراكز لاتفاقات إعادة الشراء أن تنشط سوق الأوراق الحكومية ، وترفع من معدل سيولتها بل وضمان استقرار سوق السندات ، وهو ما اتبع ايضاً فى كل من المانيا والمملكة المتحدة ولكن مازالت هناك قيود على هذه الأسواق لديهم .

٥- تطوير المؤسسات المالية الوسيطة والتى تساعد على تعبئة المدخرات من الوحدات ذات الفائض المحتمل إلى الاستثمارات الحقيقية المحتملة ([3]) ، ونرى هنا ضرورة الاستعانة بنظام السماسرة الرئيسية بصورة أفضل مما هو عليه الآن ، وهو ما حرصت عليه عديد من الدول الصناعية ، منها الولايات المتحدة الأمريكية وإيطاليا وفرنسا وانجلترا، الأمر الذى أدى إلى زيادة حجم التداول فى الأوراق المالية الحكومية زيادة كبيرة ، وقد دعم من هذا الاتجاه طلب أغلب الدول الصناعية من السماسرة الرئيسيين ان يقوموا بتنشيط أسواق السندات الحكومية فى أوقات اليسر والعسر ، وهو ما ساعد أيضاً على ضمان قدر من السيولة للديون فى الأسواق الثانوية ، ويدعم هذا

([1]) جدير بالذكر لقد أدرجت سوق المال المصريه رسمياً خلال نوفمبر ١٩٩٧ ضمن مؤشر الاستثمار بمؤسسة التمويل الدوليه ifc . كما وافقت الهيئة على دخول سوق المال المصرى فى نظام الترقيم الدولى للأوراق المالية ، وبذلك يصبح لكل ورقة مالية تصدر فى مصر رقم عالمى يستخدم فى جميع بورصات العالم ، انظر فى ذلك البنك المركزى المصرى – التقرير السنوى عام ١٩٩٨/٩٧ .

([2]) Thrilwall, inflation , saving and Growth in developing Economies , Macmellan , London – 1974 , p. 101 .

([3]) يرى جون هكس أن مقدار الادخار يعتمد جزئياً على انتشار المؤسسات المالية ، حيث يشجع على تحرير جانب كبير من المدخرات ، انظر فى ذلك :

- John hicks , Capital and Growth , oxford university press. London , 1965 , p. 296

الاتجاه ضرورة تحديد سعر الفائدة الأمثل لسندات الدين العام ، بمـــا يكفـــى لجـــذب المدخرات فى إطار المنافسة مع مؤسسات التمويل المحلية والخارجية .

٦- ضرورة التنسيق بين السياسة النقدية والمالية وبين إدارة الدين المحلى فى ضـــوء الظروف الاقتصادية السائدة والأهداف المرجو تحقيقها والتى تنحصـــر فـــى زيـــادة معدلات التنمية وتحقيق قدر مناسب من الاستقرار الإقتصادى ، ولاشك فى أن التسـليم بهذه الأهداف يمكن أن يساهم كثيراً فى التغلب على ما قد يثور من تعارض بين أيـــة أهداف جزئية لأى من هذه السياسات .

خاتمـــة

تناول هذا البحث موضوع الدين العام المحلى فى مصر وتأثيراته المحتملـــة علـــى السوقين النقدية والمالية ، وترجع أهمية هذه الدراسة إلى اتجاه حجم الدين العام المحلـــى فى مصر اتجاهاً تصاعدياً خلال السنوات القليلة الماضية ، بل واصبح أحـــد المصـــادر الرئيسية التى تعتمد عليها الدولة لمواجهه عجز الموازنة العامة والتوسع فى الإنفاق العـــلم واختلفت الآراء حوله بين مؤيد ومعارض لذلك هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الدين العام المحلى ، وموقف الفكر الاقتصادى والمالى منه وأهم الاتجاهات الحديثة لإدارة الدين المحلى فضلاً عن التعرف على تطور حجم الدين العام المحلى فى مصر وهيكله وتأثيراته المحتملة على السوقين النقدية والمالية ، توصلاً لسبل إدارة الدين المحلى لتعظيم فائدتـــه وتقليل أعبائه .

وقد تناولنا فى الفصل الأول الدين العام فى النظرية الاقتصادية ، من حيث مفـــهوم الدين العام المحلى وأدواته ، وموقف الفكر الاقتصادى والمالى من الدين المحلـــى وأهـــم محددات الدين المحلى .

وفى الفصل الثانى تناولنا الاتجاهات الحديثة لإدارة الدين العام المحلى فى كل مـــن الدول المتقدمة والدول النامية ، وفى الفصل الثالث تناولنا الدين العام المحلى فى مصـــر وبدأنا بالتعرف على عجز الموازنة العامة فى مصر وتطورها وتطور الدين العام المحلى فى مصر وهيكلة وأهم الآثار المحتملة للدين العام المحلى على السوقين النقدية والمالية .

وانتهينا من دراستنا إلى عدد من النتائج أهمها : أن الدين العام المحلى أصبح ظاهرة عامه فى كافة دول العالم المتقدم منه والنامي ويستخدم لتحقيـــق العديـــد مـــن الأهـــداف الاقتصادية ، واتجاه عجز الموازنة العامة المصرية اتجاهاً تنازلياً فى السنوات٩١ – ٩٨، بينما اتجه حجم الدين العام المحلى اتجاهاً تصاعدياً خلال نفس الفترة ، وبالرغم من ذلـــك انخفضت نسبة الدين المحلى إلى الناتج المحلى الإجمالى ، وان فوائد الدين العام المحلـــى بقيت نسبتها إلى الناتج المحلى الاجمالى محصورة بين ٥% و ٨% خلال الفـــترة ٩١ – ٩٨ ، وعلى ذلك يعتبر الدين المحلى فى مصر رغم زيادته فى الحـــدود الأمنـــة نظـــراً

لانخفاض نسبته إلى الناتج المحلى الاجمالى ، كما يلاحظ سيطرة القروض السائرة (قصيرة الأجل والمؤقتة) على مكونات الدين العام ، فضلاً عن انخفاض الجزء القابل للتداول فى هذا الدين حيث بلغ ٥% فى المتوسط ، واتجاه الحكومة فى الفترة الأخيرة نحو الاعتماد على التمويل المحلى غير المصرفى مما حقق الاستقرار النقدى والمالى وانخفاض معدلات التضخم ، ومعدلات الفائدة على أذونات الخزانة ومعدل الفوائد على الودائع ، وإن الجزء الأكبر من الدين تم توجيهه إلى مجالات استثمارية ومشروعات البنية الأساسية.

أعقبنا ذلك بأهم التوصيات والمقترحات والتى تمثلت فيما يلى :

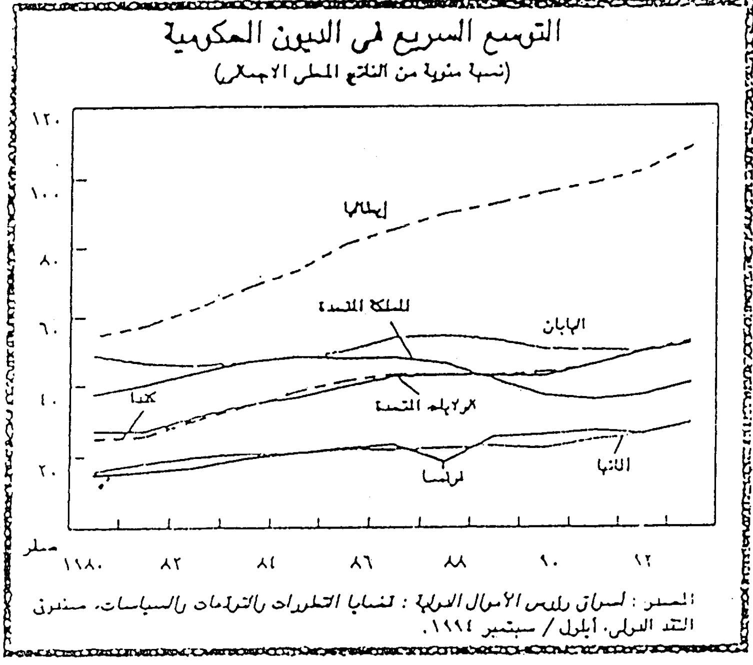
أن تحرص الحكومة على ربط الموازنة العامة بامكان تدبير وسائل تمويليه حقيقية من (الأفراد والمؤسسات غير المصرفية) ، وإعادة هيكلة الدين العام المحلى من خلال التقليل من أذونات الخزانة وتحويلها إلى سندات طويلة الأجل) ، ضرورة الاهتمام بتطوير سوق المال لأنه يساهم كثيراً فى إمكانية إصدار صكوك مالية قابلة للتداول وضرورة العمل على إنشاء وتطوير أسواق لاتفاقات إعادة شراء السندات الحكومية ، وتطوير المؤسسات المالية الوسيطه من خلال الاستعانة بنظام السماسرة الرئيسيين كما هو مطبق فى الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من الدول الصناعية المتقدمة ، وضرورة التنسيق بين السياسة النقدية والمالية وبين إدارة الدين العام المحلى فى ضوء الظروف الاقتصادية السائدة .

ولاشك ان وضع هذه التوصيات موضع التنفيذ تضمن كفاءة إدارة الدين العام المحلى فى تحقيق أهدافه وتعظيم فوائدة وتقليل أعباءه .

هذا،،بالله التوفيق ،،،

احصاءات وجداول

شكل رقم (١)



المصدر : أسواق رأس الأموال الدولية : قضايا التطورات والاتجاهات والسياسات، صندوق النقد الدولي، أيلول / سبتمبر ١٩٩٤.

جدول رقم (١)

الارتفاع المفاجئ والسريع فى حجم التداول فى السندات الحكومية

(متوسط يومى بمليارات الدولارات)

	١٩٨٠	١٩٨١	١٩٨٢	١٩٨٣	١٩٨٤	١٩٨٥	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣
الولايات المتحدة (١)	١٣,٨	١٨,١	٢٣,٥	٣٠,٣	٣٨,٥	٥٥,٥	٦٨,٨	٧٧,١	٧٠,٧	٧٧,٩	٧٦,٧	٨٨,١	١٠٥,٢	١١٦,٦
اليابان														
السوق غير الرسمية فى طوكيو	١,٤	١,٦	١,٨	٢,٣	٤,٨	١٧,٢	٢٩,١	٧٣,٩	٦٢,١	٤٩,٥	٤٤,١	٣٨,٥	٤٤,٢	٥٧,٦
المعاملات فى أسواق الأوراق المالية	٠,٠	٠,١	٠,١	٠,٢	٠,٥	٠,٨	١,٥	١,٤	١,٢	١,٠	٠,٩	٠,٥	٠,٢	٠,٢
ألمانيا (٢)	--	--	--	--	--	--	--	٢,٣	٣,٧	٣,٧	٣,٩	٤,٣	٦,٢	٩,٧
فرنسا(٣)														
سندات قصيرة الأجل ومتوسطة	--	--	--	--	--	--	٠,٢	١,٢	٢,١	٢,٥	٢,٩	٣,٧	٧,٦	١٣,٧
أذون الخزانة (OATS)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	٨,٢	١٤,٤
المملكة المتحدة	١,٤	١,٢	١,٤	١,٣	١,٤	١,٣	٢,٥	٧,٤	٧,٩	٦,٣	٦,٨	٧,٨	٨,٥	٩,٥

المصدر : أسواق رؤوس الأموال الدولية : قضايا التطورات والتوقعات والسياسات صندوق النقد الدولى ، أيلول / سبتمبر ١٩٩٤ .

١ ـ معاملات السماسرة الرئيسيين فى سندات الخزانة الأمريكية .

٢ ـ جملة التعامل فى سوق الأوراق المالية فى أذونات الحكومة الاتحادية وسكة الحديد الاتحادية ومكتب البريد الاتحادى .

٣ ـ التعاملات فى السوق الثانوية فى سندات الحكومة المركزية ، بما فى ذلك اتفاقات إعادة الشراء .

-- البيانات غير متاحة .

الجدول (٢)

التعامل فى السوق الدولية

الحائزون للديون الحكومية

(نسبة مئوية من جملة الدين العام)

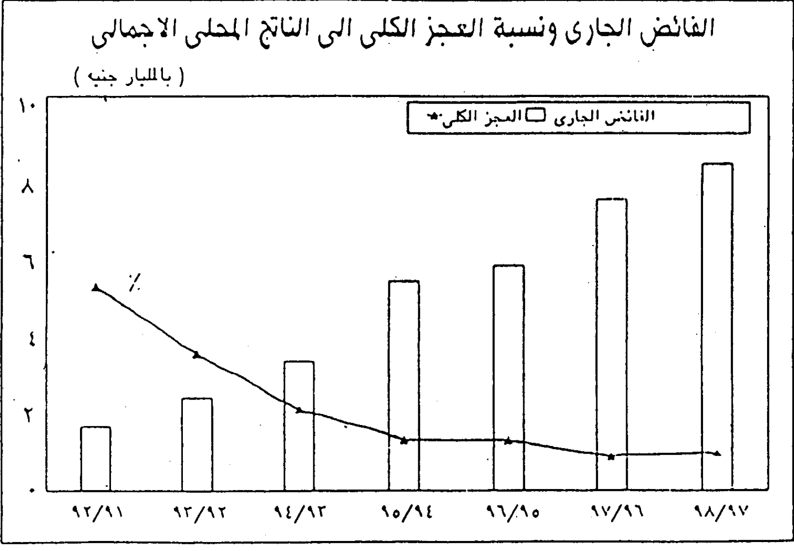
بلدان مختارة	١٩٨٠	١٩٨٦	١٩٩٢
الولايات المتحدة :			
بنوك محلية	١٨,٢	١٢,٣	١٠.٤
أفراد محليون	١٩,٠	١٠,٢	١٠,٢
حائزون محليون آخرون	٤١,٨	٦١,١	٦٠.١
أجانب	٢١,٠	١٦,٤	١٩,٤
المانيا:			
بنوك محلية	٦٩,٧	٥٩,٥	٥٤,٢
حائزون محليون آخرون	٢١,٢	٢٠,٢	١٩.٤
أجانب	٩,١	٢٠,٣	٢٦,٣
فرنسا:			
بنوك محلية	ــ	١٩,٦	٨,٢
حائزون محليون آخرون	ــ	٧٩,٦	٤٩,٢
أجانب	ــ	٠,٨	٤٢,٦
ايطاليا:			
بنوك محلية	٤١,٢	٢٨,١	١٧,٠
مؤسسات مالية محلية أخرى	٥,٢	١٢,٧	٩,٢
قطاع خاص وأجانب	٥٣,٤	٥٩,٢	٧٢.٧
المملكة المتحدة:			
بنوك محلية	٤,٩	٦,٧	٢,٨
مؤسسات مالية محلية أخرى	٦٠,٠	٦٣,٣	٦١,٢
افراد محليون	١٦,٣	١٢,٠	٨,٩
حائزون محليون آخرون	٩,٩	٨,٢	٨,٥
أجانب	٨,٩	٩,٨	١٧,٤
كندا :			
بنوك محلية	١٦,٤	٨.٨	١١,٥
مؤسسات مالية محلية أخرى	٢٢,٧	٢٥,٦	٢٩,٨
حائزون محليون آخرون	٤٦,١	٤٨,١	٣٤,٣
أجانب	١٣,٩	١٧,٦	٢٤,٥

المصدر:أسواق رؤوس الأموال الدولية ، قضايا التطورات والتوقعات والسياسات،صندوق النقد الدولى ، أيلول سبتمبر ١٩٩٤

ـــ : البيانات غير متاحة .

للوقوف على مزيد من التحليل: انظر أسواق رؤوس الأموال الدولية : قضايا التطورات والتوقعات والسياسات صندوق النقد الدولى ، أيلول / سبتمبر ١٩٩٤ .

شـــــكل رقـم (٢)



المصدر : اسواق رؤوس الاموال الدولية ، قضايا التطورات والتوقعات والسياسات
صندوق النقد الدولى ، ايلول ، سبتمبر ١٩٩٤ .

جدول رقم (٣)

تطور عجز الموازنة العامة فى مصر

القيمة بالمليون جنيه

	١٩٨٩/١٩٨٨	١٩٩٠/١٩٨٩	١٩٩١/١٩٩٠	١٩٩٢/١٩٩١	١٩٩٣/١٩٩٢	١٩٩٤/١٩٩٣	١٩٩٥/١٩٩٤	١٩٩٦/١٩٩٥	١٩٩٧/١٩٩٦	١٩٩٨/١٩٩٧
إجمالى النفقات العامة	٣٣,٤٠٠	٣٦,٣٩٣	٤٥,٥١٠	٤٧,٥٦٣	٥٢,٢٢٣	٥٦,٢٦٤	٥٨,١٥٧	٦٣,٨٨٩	٦٦,٨٢١	٧٠,٧٨٣
إجمالى الإيرادات العامة	٢١,٢٦٧	٢١,٨٧٦	٢٨,٥٥٩	٤١,٤٠٦	٤٦,٧٠٣	٥٢,٥٦٧	٥٥,٦٢٧	٦٠,٨٨٩	٦٤,٤٩٨	٦٧,٩٦٣
عجز الموازنة	١٢,١٢٣	١٤,٥١٧	١٦,٩٥١	٦,١٥٧	٥,٥٢٠	٣,٦٩٧	٢,٥٣٠	٢,٩٩٦	٢,٣٢٨	٢,٨٨
مصادر تمويل العجز										
تمويل خارجى	٣,٣٧٢	٣,٢٤٨	١٣,٥٢١	١,٧٨٣	٢٩٨	٥٢٤	٢٨٣ -	١٣٤٠ -	١٥٧٥ -	١,٣٢٨ -
تمويل محلى	٨,٧٦١	١١,٢٦٩	٣,٤٣٩	٤,٣٧٤	٥,٢٢٢	٣,١٧٣	٢,٩١٣	٤,٣٣٦	٣,٩٠٣	٤,١٤٨
نسبة عجز الموازنة / للناتج المحلى الإجمالى %	١٨,٥	١٣,٦	١٠,٢	٧,٧	٣,٦	٢,٨	١,٥	١,٣	%٠,٩	%١

المصدر : البنك المركزى المصرى ــ التقرير السنوى ــ الأعداد من سنة ١٩٨٨/١٩٨٧ إلى سنة ١٩٩٨/١٩٩٧ .

بيانات سنة ١٩٩٥/١٩٩٤ من : البنك المركزى المصرى ــ المجلة الاقتصادية ــ المجلد السادس والثلاثون ــ العدد الأول ١٩٩٦/١٩٩٥.

بيانات سنة ١٩٩٦/١٩٩٥ من البنك المركزى المصرى ــ التقرير السنوى ــ ١٩٩٦/١٩٩٥ .

بيانات سنة ٩٧/٩٦ ، ٩٨/٩٧ من البنك المركزى المصرى ــ التقرير السنوى ١٩٩٩٨/٩٧.

جـــدول رقم (٤)

ملخص الموازنة العامة للدولة

(القيمة بالمليون جنيه)

			فعلى			فعلى مبدئى
	١٩٩٣/١٩٩٢	١٩٩٤/١٩٩٣	١٩٩٥/١٩٩٤	١٩٩٦/١٩٩٥	١٩٩٧/١٩٩٦	١٩٩٨/١٩٩٧
إجمالى النفقــات	٥٢٢٢٣	٥٦٢٦٤	٥٨٢٥٦	٦٣٨٨٩	٦٦٨٢٦	٧٠٧٨٣
إجمالى الإيرادات	٤٦٧٠٣	٥٢٥٦٧	٥٥٧١٩	٦٠٨٩٣	٦٤٤٩٨	٦٧٩٦٣
العجز الكلي	٥٥٢٠-	٣٦٩٧-	٢٥٣٧-	٢٩٩٦-	٢٣٢٨-	٢٨٢٠-
التمويل	٥٥٢٠	٣٦٩٧	٢٥٣٧	٢٩٩٦	٢٣٢٨	٢٨٢٠
+ صافى التمويل الخارجي	٢٩٨	٥٢٤	٢٧٨-	١٣٤٠-	١٥٧٥-	١٣٢٨-
_ مسحوبات	٤١٨١	٤٥١٢	٣٥٤٩	٢٦٠٠	٢٧٧٩	٣١١٥
- تسديدات (-)	٣٨٨٣	٣٩٨٨	٣٨٢٧	٣٩٤٠	٤٣٥٤	٤٤٤٣
+ التمويل المحلي	٥٢٢٢	٣١٧٣	٢٨١٥	٤٣٣٦	٣٩٠٣	٤١٤٨
- غير مصرفى	٨٤٢٤	٣٤٤٨	٣٩٣٢	٢٢٩ -	٥٠١	٦٥١٢
من الأوعية الادخارية	٥٤٨٤	٤٤٤٠	٥٦١٣	١٤٨٦	١٢٥٥	٤٦٩١
أذون على الخزانة	٢٥٨٠	٧٦٥ -	٢٣٨٦ -	١١٥٦ -	١٤١٩	١٨٤١ -
سندات لصالح العجز	-	٢٢٧ -	-	-	-	-
سندات الخزانة العامة	-	-	٧٠٥	١٩ -	٤٠٧	٢٣
سندات حكومية وأخرى	٣٦٠	-	-	٥٤٠ -	٢٥٨٠-	٣٦٣٩
- مصرفى	٣٢٠٢ -	٢٧٥ -	١١١٧ -	٤٥٦٥ -	٣٤٠٢	٢٣٦٤ -
للحكومة	٣٣٩٠-	١٢٢ -	١٢٩٦ -	٤٣٠٩	٣٦٤٧	٢١١٥ -
لهيئة السلع التموينية	١٨٨	١٥٣ -	١٧٩	٢٥٦	٢٤٥ -	٢٤٩ -

المصدر : وزارة المالية .

جدول رقم (٥)

تطور حجم الدين العام المحلى ومصروفات خدمة الدين ونسبتها إلى

الناتج المحلى الإجمالى والإيرادات الجاريه

مليار

الســـنة	الدين العام المحلى[١]		مصروفات خدمة الدين العام				الناتج المحلى بتكلفة عوامل الانتاج الثابتة[٣]		الايرادات الجارية[٤]
	القيمة	% الناتج المحلى الاجمالى	الفوائد[٢]	معدل النمو	الناتج المحلى الاجمالى	الايرادات الجارية		معدل النمو	
١٩٩٣/٩٢	١٠٦,٠٠	%٨٠	٩,٣١٥	%٢٦	%٧	%٢١,٣	١٣٤,٣٣٥	-	٣,٦٨٣
١٩٩٤/٩٣	١١٣,٧	%٨١,٤	١١,٨١٦	%٢٦,٩	%٨,٤	%٢٤	١٣٩,٦٢٢	%٣,٩	٩,٤١٨
١٩٩٥/٩٤	١٢٤,٠	%٨٥	١١,١٧٧	%٥,٤	%٧,٦	%٢١,١	١٤٦,١٤٩	%٤,٧	٥٢,٩٢٥
١٩٩٦/٩٥	١٣٤,٩	%٨٨	١٢,١٩١	%٩	%٨	%٢٠	١٥٣,٣٦٩	%٤,٩	٥٧,١٦٦
١٩٩٧/٩٦	١٥٠,٤	%٦٢,٨	١٢,١٥٤	% -,٣	%٥	%٢٠	٢٣٩,٥٠٠	% ٥٦	٦١,١٨٩
١٩٩٨/٩٧	١٧٩,٩	%٧١	١٢,٧٠٣	%٤,٥	%٥	%١٩,٥	٢٥٣,٠٩٠ (متوقع)	%٢,٦	٦٥,١٢٩

المصدر من وزارة المالية ـــ البنك المركزى ـــ نشره البنك الأهلى (إعداد متفرقة) .

١ ـــ بيانات الدين العام المحلى عبارة عن مديونية الحكومة ومديونية الهيئات العامة الاقتصادية ، وبنك الاستثمار القومى ، انظر تقرير البنك المركزى السنوى ١٩٩٧/٩٦ صـــ ٦١ ، وتقرير البنك المركزى الســـنوى ١٩٩٨/٩٧ صـــ ٣٦ .

٢ ـــ المصدر البنك الأهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، العدد الثانى ، المجلد الحادى والخمسون ١٩٩٨ ، صـــ ٩٩ .

٣ ـــ المصدر البنك الأهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، العدد الثالث ، المجلد الحادى والخمسون ١٩٩٨ ، صـــ ٩٦ .

٤ ـــ المصدر ، البنك الأهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، العدد الثانى ، المجلد الحادى والخمسون ١٩٩٨ ، صـــ ٩٨ .

جدول رقم (٦)

الديـــن العـــام المحلـــى

(القيمة بالمليار جنيه)

الأرصدة في نهايـــة	يونيو ١٩٩٧		سبتمبر ١٩٩٧		
	قيمة	%	قيمة	%	التغير + (-) .
١ـ الدين الحكومى المحلى	١٤٨,٥	٨٦,٩	١٥٨,٥	٨٨,١	١٠,٠
ـ الأرصدة من السندات والأذون	٩٠,١	٥٢,٧	٩٤,٧	٥٢,٦	٤,٦
صكوك وسندات × ، منها	٥٧,٠	٣٣,٣	٥٢,١	٢٨,٩	- ٤,٩
المتداول بالسوق المالية	٧,٢	٤,٢	٧,٢	٤,٠	-
أذون على الخزانة	٣٣,١	١٩,٤	٤٢,٦	٢٣,٧	٩,٥
- صافى الأرصدة لدى الجهاز المصرفى	-٢٧,٩	-١٦,٣	-٢٥,٩	-١٤,٤	٢,٠
صافى أرصدة الحكومة	-٢٠,٠	-١١,٧	-١٩,٥	-١٠,٨	٠,٥
صافى أرصدة الهيئات الاقتصادية	٧,٩	-٤,٦	-٦,٤	٣,٦	١,٥
اقتراض الحكومة من بنك الاستثمار القومى	٥٥,٥	٣٢,٥	٥٧,٢	٢١,٨	١,٧
اقتراض الهيئات الاقتصادية من بنك الاستثمار القومى	٢٠,٨	١٨,٠	٣٢,٥	١٨,١	١,٧
٢ ـ صافى مديونية بنك الاستثمار القومى*	٢٢,٤	١٣,١	٢١,٤	١١,٩	-١,٠
٣ ـ إجمالى الدين العام المحلى (١+٢)	١٧٠,٩	١٠٠,٠	١٧٩,٩	١٠٠,٠	٩,٠

المصدر : وزارة المالية ، والبنك المركزى المصرى ، وبنك الاستثمار القومى .

النسب محسوبة على القيمة بالمليون جنيه .

× تشمل سندات على الخزانة العامة ، وسندات الاسكان ، والسندات الصادرة لزيادة رؤوس أموال بنوك القطاع العام التجارية ،وسندات الطاقة البديلة ، ونسبة الـ ٥% المجنبة من أرباح الشركات الخاضعة للقانون ٩٧ لسنة ١٩٨٣ لشراء سندات حكومية .

* تمثل موارد بنك الاستثمار القومى بعد استبعاد اقتراض الحكومة والهيئات الاقتصادية من بنك الاستثمار القومى .

جدول رقم (٧)

موارد بنك الاستثمار (القومى)

(القيمة بالمليار جنيه)

الأرصدة فى نهاية	يونيــة ١٩٩٧		سبتمبر ١٩٩٧		التغير + (−)
	قيمة	%	قيمة	%	
الإجمالــــــى	١٠٨,٧	٦٣,٦	١١١,١	٦١,٩	٢,٤
صندوق التأمين الاجتماعي للعاملين بالحكومة	٣٨,٤	٢٢,٥	٣٩,١	٢١,٧	٠,٧
صندوق التأمين الاجتماعي للعاملين بقطاع الأعمال	٤١,٠	٢٤,٠	٤١,٢	٢٢,٩	٠,٢
حصيلة شهادات الاستثمار	٢٤,٧	١٤,٥	٢٦,١	١٤,٥	١,٤
الفوائد المتراكمة لشهادات الاستثمار مجموعة (أ)	٤,٠	٢,٣	٤,١	٢,٣	٠,١
حصيلة سندات التنمية الدولارية	٠,٨	٠,٥	٠,٨	٠,٥	−
ودائع صندوق توفير البريد	٤.٤	٢,٥	٤,٦	٢,٦	٠,٢
أرصدة حسابات البنك لدى الجهاز المصرف (صافى)	− ٤,٦	− ٢,٧	− ٤,٨	− ٢,٧	− ٠,٢

المصدر : وزارة المالية ، والبنك المركزى المصرى ، وبنك الاستثمار القومى .

جدول رقم (٨)

تطور معدلات التضخم

	١٩٩٢/١٩٩١	١٩٩٣/١٩٩٢	١٩٩٤/١٩٩٣	١٩٩٥/١٩٩٤	١٩٩٦/١٩٩٥	١٩٩٧/١٩٩٦	١٩٩٨/١٩٩٧
أسعار المستهلكين							
على أساس يونيو /نوفمبر	٩,٧	,١٥	٦,٤	٩,٩	٨,٣	٤,٨	٣,٦
على أساس متوسط سنوى	٢١,١	١١,١	٩,٠	٩,٣	٧,٣	٦,٢	٣,٨

المصدر : البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى أعداد مختلفة .

جدول رقم (٩)

هيكل السيولة المحلية

(القيمة بالمليون جنية)

	الأرصدة فى نهاية سبتمبر ١٩٩٧	الأهمية النسبية	التغير خلال يوليو / سبتمبر ١٩٩٧/٩٦ قيمة	%	١٩٩٨/٩٧ قيمة	%
السيولة المحلية	١٩٧٨٩١	١٠٠,٠	٤٤٠٣	٢,٦	٣٩٨٨	٢.١
المعروض النقدى	٤٠٩٢٩	٢٠,٧	١١٢٥	٣,٢	١٨٧٦	٤,٨
النقد المتداول خارج الجهاز المصرفى	٢٧٠٧٧	١٣,٧	١٠٧١	٤.٥	١٢٤٨	٤.٨
الودائع الجارية بالعملة المحلية	١٣٨٥٢	٧,٠	٥٤	٠,٥	٦٢٨	٤,٧
أشباه النقود	١٥٦٩٦٢	٧٩,٣	٣٢٧٨	٢,٥	٢١١٢	١.٤
الودائع غير الجارية بالعملة الملحية	١٢٠٠٥١	٦٠,٧	٤٦١٩	٤,٩	٣٢٧٥	٢,٨
الودائع بالعملات الأجنبية	٣٦٩١١	١٨,٦	(١٣٤١)	(٣,٤)	(١١٦٣)	(٣.١)
– الجارية	٣٧٨٥	١,٩	(١٦٥)	(٤,٢)	(١٤٨)	(٣,٨)
– غير الجارية	٢٣١٢٦	١٦,٧	(١١٧٦)	(٣.٣)	(١٥ز١)	(٣,٠)

المصدر البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ١٩٩٨/٩٧ .

جدول رقم (١٠)

متوسط أسعار العائد على الأذون

(% سنويا)

يونيــة	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨
الأذون لمدة ٩١ يوما	١٠,٢	٨,٩	٨,٨
الأذون لمدة ١٨٢ يوما	١٠,٢	٨,٩	٨,٨
الأذون لمدة ٣٦٤ يوما	–	١٠,٠	٨,٨

البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ٩٨/٩٧

جدول رقم (١١)

أسعار العوائد (%) سنويا

يونيــة	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨
الودائع لمدة ٣ شهور	١٠,٢	٩,٩	٩,٠
القروض لمدة سنة فأقل	١٣,٨	١٣,٢	١٣,٢

البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ٩٨/٩٧ .

جدول رقم (١٢)

تطور حركة تداول الأوراق المالية

خـــلال	١٩٩٥/٩٤	١٩٩٦/٩٥	١٩٩٧/٩٦	١٩٩٨/٩٧٠
عدد العمليات (بالألف)	٣٥٤	٤٨٢	٢٧١٧	٩٢٧
أسهم وسندات مقيدة	١٦٣	٤٢٩	٢٦٤٠	٨٩٩
أسهم وسندات غير مقيدة	١٩١	٥٣	٧٧	٢٨
عدد الأوراق المتداولة (بالمليون)	٥٦	١٣٥	٢٩٨	٤٠٤
أسهم وسندات مقيدة	٢٧	١٠١	٢٤٩	٢٩٤
أسهم وسندات غير مقيدة	٢٩	٣٤	٤٩	١١٠
قيمة التداول (مليون جنيه)	٢٩٧٦	٥٦٦٢	١٩٦٣٧	٢١٩٧٢
أسهم وسندات مقيدة	١٥٨٢	٤١٧٩	١٦٦٤٦	١٨٣٠٨
أسهم وسندات غير مقيدة	١٣٩٤	١٤٨٣	٢٩٩١	٣٦٦٤

البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى ، ١٩٩٨/٩٧ .

المراجع

أولاً : المراجع العربية

الكتب :

ـــ د. **أحمد جامع** ، فن المالية العامة ، دار الفكر العربى ، القاهرة ، ١٩٦٤ .

ـــ د. **السيد عبد المولى** ، المالية العامة ، دار الفكر العربى ، القاهرة ، ١٩٧٥ .

ـــ د. **السيد عبد المولى** ، الوجيز فى التشريعات الاقتصادية ، دار النهضة العربية، القاهرة ، الطبعة الثالثة ، ١٩٩٩ .

ـــ د. **حامد عبد المجيد دراز** ، مبادئ المالية العامة ، الدار الجامعية ، بيروت ١٩٨١.

ـــ د. **حمدى العنانى** ، د. **أمينة عز الدين عبد الله** ، اقتصاديات المالية العامة ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٩٨ .

ـــ د. **حمدى زهران** ، مشكلات التمويل فى البلاد المتخلفة ، دار النهضة العربية، القاهرة. ١٩٧١ .

ـــ **رجاء عبد المنعم خليل** ، **ممدوح موسى** ، السياسة النقدية فى مصر ، بحث ضمن سلسلة بحوث صندوق النقد العربى ، معهد السياسات الاقتصادية ، تحرير على توفيق الصادق ، أبو ظبى ، مايو ١٩٩٦ .

ـــ د. **رفعت المحجوب** ، المالية العامة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٦٩.

ـــ د. **رياض الشيخ** ، ميزانية الدولة ووسائل تمويل الزيادة فى الإنفاق العام مع الإشارة إلى البلاد النامية ، معهد الدراسات المصرفية ، البنك المركزى المصرى ، ١٩٦٧ .

ـــ د. **زكريا بيومى** ، الوجيز فى المالية العامة ، مطبعة دار التأليف ، القاهرة ١٩٨٠.

ـــ د. **زين العابدين ناصر** ، مبادئ المالية العامة ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ١٩٩٠ .

ـــ د. **شريف رمسيس تكلا** ، الأسس الحديثة لعلم المالية العامة ، دار الفكر العربى ، القاهرة ، ١٩٧٩ .

ـــ د. **عادل حشيش** ، اقتصاديات المالية العامة ، دراسة تحليلية لأصول الفن المالى عالية للاقتصاد العام ، مؤسسة الثقافة الجامعية ، الإسكندرية ، ١٩٨٣.

ـــ د. **عبد الكريم صادق بركات** ، الاقتصاد المالى ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ١٩٨٧.

— د. **عبد الله الشيخ** ، مقدمة فى اقتصاديات المالية العامة ، جامعـــة الملـــك ســـعود ، الرياض السعودية لم يذكر سنة النشر .

— د. **عبد الهادى النجار** ، مبادئ الاقتصاد المالى ، مكتبة الجلاء الحديثة ، المنصـــورة ، ١٩٨٨ .

— د. **عبد الهادى النجار** ، التحليل النقدى ، مكتبة الجلاء الحديثة ، المنصورة ، ١٩٨٩ .

— **عزت أحمد أحمد أبو العز** ، تجربة جمهورية مصر العربية فـــى مجـــال إدارة الديـــن العام، ورقة عمل منشورة فى " سياسة وإدارة الدين العام فى البلدان العربية " إصـــدار صندوق النقد العربى ، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل ، العدد الرابع ، أبو ظبى من ٢٨ إلى ٣١ مارس ١٩٩٨ .

— د. **على لطفى** ، اقتصاديات المالية العامة ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٨٨ .

— د. **محمد حاتم عبد الكريم** ، الوسيط فى علم المالية العامة ، دار أبو المجد للطباعـــة، القاهرة ، ١٩٨٩ .

— د. **محمد دويدار** ، دراسات فى الاقتصاد المالى ، الدار الجامعيـــة للطباعـــة والنشـــر والتوزيع ، لم يذكر سنة النشر .

— د. **محمد عبد المنعم عفر** ، د. **احمد فريد مصطفـــى** ، الاقتصـــاد المـــالى الوضعـــى والإسلامى بين النظرية والتطبيق ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، ١٩٩٩.

— د. **محمد محمد البنا** ، أسواق النقد والمال والأسس النظرية والعلمية ، زهراء الشرق ، القاهرة ، ١٩٩٦ .

— د. **مصطفى رشدى شيحة** ، النقود والمصارف والائتمان ، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية ، ١٩٩٩ .

— د. **هشام محمد صفوت** ، اقتصاديات المالية العامة والسياسات المالية ، جامعة بغـداد . ١٩٨٨ .

المقالات والدوريات :

ــ **د. جودة عبد الخالق** ، السياسات الاقتصادية الكلية والدين الداخلى ، محاضرة ألقيت فى الموسم الثقافى بالجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والاحصاء والتشريع فى ٢٩ مارس ١٩٩٨ ، والمنشورة فى مجلة الأهرام الاقتصادى ، العدد ١٥٢٨ ، الصادر فى ٢٠ أبريل ١٩٩٨ .

ــ **عفاف على عزت** ، تطور الدين العام الداخلى فى مصر ، المؤتمر العلمى السنوى العاشر للاقتصاد بين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، نوفمبر ١٩٨٥ .

ــ **د. عماد موسى** ، أدوات الدين العام ؛ العلاقة بين السياسة والنقدية والسياسة المالية ، مذكرات المعهد العربى للتخطيط ، الكويت ، يناير ١٩٩٠ .

ــ **د. محمد محمد البنا** ، العلاقة بين السياسة المالية والسياسة النقدية فى إطار إدارة الدين العام الداخلى ، بحث مقدم للمؤتمر العلمى السنوى العاشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع ، القاهرة نوفمبر ١٩٨٥ .

الوثائق والتقارير :

ــ البنك المركزى المصرى ، التقرير السنوى اعداد مختلفة وبصفه خاصه التقرير السنوى لعام ٩٦/٩٧ ، ولعام ٩٧ ، ١٩٩٨ .

ــ البنك المركزى المصرى ، المجلة الاقتصادية ، المجلة الثامنة والثلاثون ، العدد الأول والثانى والثالث .

ــ البنك الاهلى المصرى ، النشرة الاقتصادية ، المجلد الحادى والخمسون ، العدد الأول والثانى والثالث .

ــ تقرير صندوق النقد الدولى ، اسواق رؤوس الأموال الدولية ، قضايا التطورات والتوقعات السياسية ، ايلول ، سبتمبر ١٩٩٤

ـــ ندوة الإهرام الاقتصادى ، العلاقة بين الدين العام المحلى والخصخصة ، والمنشـــورة فى مجلة الأهرام الاقتصادى ، العدد ١٤٤٣ ، الصادر فى ٢ سبتمبر ١٩٩٦ .
ـــ دراسة قدمها كل من Pablo Gwdotti and Manmohan S.Kumar عـــن إدارة الديـــون الحكومية الداخلية ، والمنشورة فى مجلة التمويل والتنمية تصدر عن صنـــدوق النقـــد الدولى والبنك الدولى للإنشاء والتعمير ، سبتمبر ٩٢ .

ثانيا : المراجع الأجنبية

الكتب :

- A.E. monre, Early Economic Thought , selection from Economic Literature prior to adam smilh , Harvard university press 1965 .

- Alvin H. Hanseân fiscal policy and Business Cycles , w.w. Nortan & Co 1941 .

- Anonymous , introduction : Federeal debt , Treasury Bulletin , Jun 1998 .

- A.p. Thrilwall , inflation , saving and Growth in developing Economies , Macmillan , London , 1974 .

- Dalton principles of public finance , 1964 .

- David Blake , financial Market analysis , (London , New york : Mcgraw – Hill, 1990)

- Evsey D, Domar , " the Burden of the debt and national income , in readings in fiscal policy George london , 1990 .

- Hansen : Economic issues of 1960 , New york , 1960 .

- Harry G. Johanson , Essays in Monetary Economies George. London , 1967 .

- James A. Max well and richard Aronson The bookings institution , washingtion , D. C. 1977, sed . A paper presented by " King John " state and local debt " Chapter 9.

- John Hicks , Captial and Growth , oxford university press , London , 1965 .

- L. R. Keein , " the Keynesian Revolution " (2^{nd}) London Machmillan , 1970 .

- Richard . D. American Economic association Readings in fiscel policy , Trwin inc . 1955 .

- Robert . D. Auerbach , Money , banking , and financial Markets (New york – Macmillan 1982).

- Thomes F. Cargill, Money , the financial system and Monetary policy , prentice . Hill, Englewood , 1979 .

- Thrilwall, Inflation , saving and Growth in developing Economies , Mac millan , London 1974 .

- Walter F. stettener , Car Dietzel , public expenditure and the public debt in " income , employment and public policy " Essays in Honor of Alvin H. Hansen , w.w. Norton & co. New york , 1944 .

المقالات والدوريات :

- Airenman, Jashua, Guidotte, pablo, Capital Control collection Cost and domestic public debt , Journal of international money and finance , 13 Feb 1994 .

- Bohn , Henning , the behavior of u.s. public debt and deficits , quarterly journal of Economics (Q J. E.) vol 113 , 3 Aug 1998 .

- Christopher w. Anderson and Anil K. Makhija , deregulation disintermediation , and agency Costs of debt : evidenc from japan : journal of financial Economies , vol, 51 , No. 2, Feb 1999.

- Cohrs , Thomas , domestic debt markets : Noting the difference , central European Journal , Jun 1998 .

- Wheeler , Graeme Managing public debt : index – Linked Bonds in Theory and practice , finace & development (Fid) vol 35 , 3 sep 1998 .

الوثائق والتقارير :

- I.M.F., The Coordination of domestic public debt and Monetary Management in Economie in Transition – Issue and Lesson from experience I.M.F. paper (a4145) Dec 1994 .

- I.M.F., Managin domestic public debt, ed by Guidotti , pablo . E, Kumar , Manmohan . s, finance and development journal , 29 sep 1992 .

- World Bank Country study , Astrategy for Managin debt borrawing and transfer under Macroeconomic adjustment , preper by bolkind jeffre, world bank , 1990 .

الفهرس